



Rentenstrategien für institutionelle Anleger

DIE GROSSE ROTATION BLEIBT AUS

Dr. Oliver Schlick, Chief Investment Officer, BayernInvest

NIEDRIGZINSUMFELD, RENDITEDRUCK UND ANLAGENOTSTAND: DER DISSONANTE DREIKLANG DER INSTITUTIONELLEN KAPITALANLAGE IN DER POST-KRISENÄRA WIRD SICH SO SCHNELL NICHT AUFLÖSEN UND WEITERHIN FÜR ERHEBLICHE STÖRGEFÜHLE BEI DEN ANLEGERN SORGEN. INSTRUMENTE UND STRATEGIEN, MIT DENEN DER HERAUSFORDERUNG ASSETKLASSENÜBERGREIFEND BEGEGNET WERDEN KANN, SIND DURCHAUS VORHANDEN. JEDOCH: NUR DEN WENIGSTEN INVESTOREN IST ES ERLAUBT, DIE GESAMTE KLAVIATUR ZU BESPIELEN. DIE GROSSE ROTATION WIRD DAHER AUSBLEIBEN. DIE MUSIK SPIELT WEITERHIN IM FIXED-INCOME BEREICH.

Entdecke die Möglichkeiten

Nie war das Anlageuniversum größer als heute. Professionellen Investoren bietet sich gegenwärtig eine Fülle unterschiedlicher Strategien quer über alle Assetklassen hinweg. Ein glücklicher Umstand, könnte man meinen. Denn angesichts der neuen Verhältnisse an den Kapital- und Finanzmärkten sind Investoren aufgefordert, ihre bisherige, stark auf

Anleihen fokussierte Allokation zu verändern und das Spektrum ihrer Kapitalanlage zu erweitern. Schon ist von der „großen Rotation“ die Rede, also vom Schwenk der Investoren hin zu neuen Anlageklassen. Entdecke die Möglichkeiten! Immobilien, Rohstoffe, Private Equity, Infrastruktur und nicht zuletzt die Aktie gelten als Ausweg aus der Renditefalle. Die Finanzindustrie spürt den Druck der Anleger und reagiert mit Lösungsvorschlägen. „Feeding the Bond Refugees“ nennt das ein amerikanischer Finanzplayer in einem gleichlautenden Papier, das Anlagemöglichkeiten im Bereich der globalen Aktienmärkte beschreibt.



Dr. Oliver Schlick

Die Flucht aus den Renten in andere Anlageformen wird voraussichtlich allerdings ausbleiben. Denn auch dies trifft zu: Nie zuvor waren institutionelle Investoren hierzulande in ihren Anlagemöglichkeiten so begrenzt wie heute. Vor allem zwei Faktoren engen den Handlungsspielraum ein: das zurückschlagende Pendel der Regulierung einerseits sowie die dramatisch geschrumpften Risikobudgets andererseits. Auf beiden Feldern ist keine Entspannung in Sicht. Die große Rotation – so wünschenswert sie für manchen Investor auch sein mag – wird unter diesen Umständen vorerst nicht in Gang kommen. Das Anlagedilemma muss daher bis auf Weiteres vor allem aus dem Fixed-Income Bereich herausgelöst werden.

Die Wüste lebt

Trotz zwischenzeitlicher Spitzenrenditen gilt die Anlageklasse Renten vielen inzwischen als drohendes Ödland, auf dem ausreichende und sichere Erträge künftig kaum noch erwirtschaftet werden können. Staatsanleihen westlicher Industriestaaten gewährleisten teilweise nicht einmal den Inflationsausgleich. Die Renditen von Covered Bonds sind in den vergangenen Monaten ebenfalls gesunken. Und auch im Bereich der bonitätsstarken Unternehmensanleihen (Investment Grade) lässt sich zunehmend weniger verdienen. Wer allerdings bereit ist, neue Wege zu gehen, wird feststellen, dass das Feld der Renteninvestments nicht vertrocknet ist, sondern durchaus Chancen auf den dringend benötigten Mehrertrag bereithält. Je nach Ausgangssituation und individueller Anforderung bieten sich den Investoren unterschiedliche Bereiche, in denen das Gras noch grün und kräftig wächst.

Um dorthin zu gelangen, müssen eingetretene Pfade verlassen werden. Dies ist mit Risiko verbunden. Eine Erkenntnis, die Investoren heute allerdings nicht mehr schrecken sollte. Denn wenn die Entwicklung der vergangenen drei bis vier Jahre eines gelehrt hat, dann ist es

die Gewissheit, dass Risiken in der Kapitalanlage zumindest im jetzigen Umfeld nicht mehr zu vermeiden sind. Die Frage, die sich stellt, lautet lediglich, wo sie am besten genommen werden können. Das Gesetz der Risikoprämie hilft bei der Beantwortung. Risiken sollten danach vor allem dort genommen werden, wo die Prämien für das gewählte Maß an Risiko lukrativ sind, oder mit anderen Worten dort, wo das Risiko-Rendite-Profil aus Sicht des Investors attraktiv ist. Die Bond-Märkte erweisen sich vor diesem Hintergrund als naheliegendes Investmentfeld. Nicht nur, weil sie der bisherigen Erfahrungswelt institutioneller Investoren und deren Gremien am nächsten kommen, sondern auch, weil hier in der Tat noch Renditequellen für Mehrertrag zu finden sind.

Der Kern der Rentenlage verändert sich

Lange Zeit verfolgten institutionelle Investoren im Fixed-Income Bereich eine Core-Satellite-Strategie. Um einen Kern vor allem deutscher und europäischer Staatsanleihen kreisten verschiedene Renten-Anlagevehikel mit höherem Risiko und Renditepotenzial. Dieses Konzept wird angesichts des veränderten Investmentumfeldes in dieser Form nicht mehr durchzuhalten sein. Vor dem Hintergrund der Erkenntnis, dass ein risikoloser Zins nicht wirklich existiert, ist die Basis des Core-Satellite-Modells brüchig geworden. Über kurz oder lang wird es verschwinden oder zumindest inhaltlich neu ausgestaltet werden. Eine besondere Bedeutung kommt dabei den Schwellenländer-Märkten zu. Aus vielerlei Gründen werden die Bedingungen für stabile und attraktive Zinserträge in den Emerging Markets derzeit zu Recht besser eingeschätzt als in den entwickelten Industriestaaten. Dies gilt sowohl für Staatsanleihen als auch für Unternehmensanleihen. Für Investoren liegt es also nahe, diese Perspektive in ihrer Anlagestrategie verstärkt zu berücksichtigen. Konkret: Das Investmentuniversum der meisten Großanleger im Fixed-Income Bereich muss breiter und stärker als bisher genutzt werden. Bezogen auf das Core-Satellite-Modell heißt dies, dass die bisherigen Satelliten im Portfolio künftig eine stärkere Gewichtung erfahren, wodurch sich das Verhältnis von Kern und Satellit automatisch verändern wird. Was früher Satellit war, könnte künftig stärker zum Kern gehören und umgekehrt. Gut möglich auch, dass der Kern ganz verschwindet, die Portfoliobestandteile sich in ihrer Gewichtung also deutlich stärker angleichen. Einen Königsweg für das Renten-Portfolio-management in Zeiten des Umbruchs gibt es nicht. Je nach regulatorischen Vorgaben und individuellen Anforderungen an die Kapitalanlage werden Investoren unterschiedliche Pfade betreten müssen. Eine Gemeinsamkeit zeichnet sich dennoch ab: die Bereitschaft, sich auf Ungewohntes einzulassen.

Chancen mit Peripherie-Anleihen

Der „Wind of Change“ dürfte die Rentenportfolios deutscher Großanleger nicht mit einem Schlag durcheinanderwirbeln. Vieles wird sich sukzessive entwickeln. Insbesondere Euro-land-Staatsanleihen behalten aus Absicherungsgründen vorerst noch ihre herausgehobene Stellung. Wichtige Performance-Quellen lassen sich aber auch hier nur erschließen,

wenn das Anlagespektrum nicht zu eng gesteckt ist. Dies gilt vor allem vor dem Hintergrund, dass in den Core-Ländern künftig steilere Zinsstrukturkurven und deutlich höhere Zinsen am langen Ende mit entsprechenden Auswirkungen auf die Kurse zu erwarten sind. Investments in die Peripherie können hier einen Ausgleich schaffen. Dank der Ankündigung der Europäischen Zentralbank, den Kurs angeschlagener Staatsanleihen notfalls mit unbegrenzten Käufen zu stützen, haben Anleger mit dem „Draghi-Put“ eine risikoreduzierte Möglichkeit auf gut drei Prozent Gesamtertrag, wenn sie zum Beispiel bis zu dreijährige Staatsanleihen Italiens, Spaniens oder Portugals ins Rentenportfolio beimischen. Zudem erzielen solche Anleihen selbst bei unveränderten Spreads Kursgewinne, da die Zinsstrukturkurve steil ist und die Papiere in einem Jahr eine kürzere Restlaufzeit aufweisen werden. Fundamental betrachtet befinden sich die europäischen Peripherie-Länder zwar weiterhin in unruhigem Fahrwasser. Allerdings mehren sich die Anzeichen dafür, dass der eingeschlagene Weg in die richtige Richtung geht. Zu beobachten ist dies beispielsweise an den gegenüber den Core-Ländern deutlich geringeren Lohnsteigerungen sowie unter anderem an der klar erkennbaren Verbesserung des Leistungsbilanzdefizits. Auch aus diesen Gründen gehören die Peripherie-Staaten nicht per se auf die rote Liste renditeorientierter Investoren.

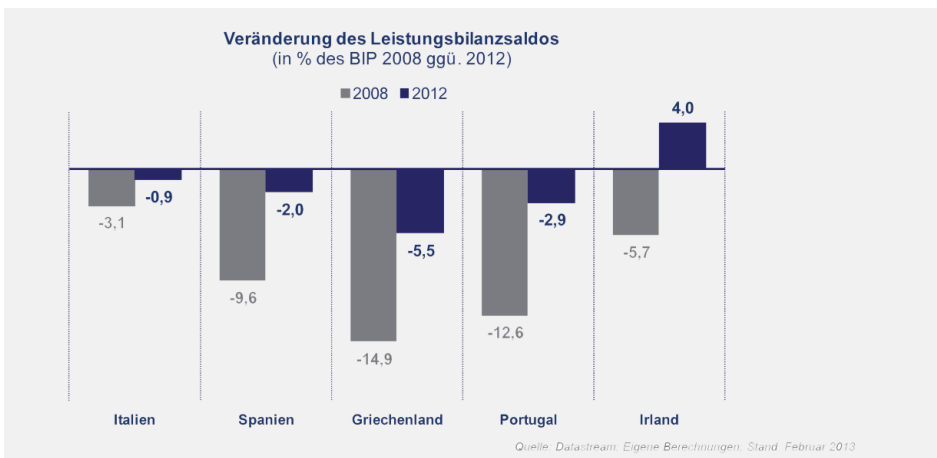


Abb. 1: Euroland-Peripherie – Tendenz zur Verbesserung der Leistungsbilanz

Staatsanleihen-Investments weltweit streuen und clever gewichten

Die Diversifikation im Rentenportfolio erlangt im Niedrigzinsumfeld einen noch größeren Stellenwert. Dies gilt sowohl mit Blick auf die Nutzung unterschiedlicher Anlagesegmente als auch mit Blick auf die Streuung in den einzelnen Segmenten selbst. Investments in Staatsanleihen sollten daher nach Möglichkeit auch eine regionale bzw. globale Komponente berücksichtigen. Hier bieten sich Global Bond-Konzepte an. Mit ihnen haben Anleger die Chance, von einer Kombination aus Währungs- und Anleihestrategien zu profitieren.

Auch in diesem Segment haben neue Ideen für frischen Wind gesorgt, etwa im Bereich der Indexgewichtung. Ist die Gewichtung nach Marktkapitalisierung für einen Global Government Bond-Index in Zeiten krisenhafter Verschuldung tatsächlich noch zielführend? Diese Frage muss mit Nein beantwortet werden. Denn innerhalb der gängigen Indizes erhalten solche Länder einen besonders hohen Stellenwert, welche die meisten Anleihen begeben und somit in der Regel auch über eine hohe Verschuldung verfügen. Große Schuldner werden demnach über-, kleinere Emittenten mit geringerer Verschuldung hingegen untergewichtet.

Vor diesem Hintergrund hat BayernInvest eine alternative Benchmark entwickelt, welche die tatsächliche Güte des Emittenten widerspiegeln soll. Im Zentrum der Überlegung steht die fiskalische Stärke eines Landes, also die Beurteilung eines Staates als Wirtschaftssubjekt bzw. dessen Fähigkeit, seine Schulden zurückzahlen zu können. Für die entsprechende Analyse werden insgesamt sechs Schlüsselfaktoren eingehend untersucht. Globale Staatsanleihen-Portfolios, die nach dieser Methode gemanagt werden, sind gegenüber solchen, denen ein marktkapitalisierter Index zugrunde liegt, im Vorteil. Berechnungen unter Berücksichtigung des JP Morgan GBI Global belegen eine deutlich reduzierte Volatilität bei gleichzeitiger Renditeverbesserung. Dieses Beispiel zeigt, dass neue Wege bei der Indexkonstruktion grundsätzlich zu einer Verbesserung des Risiko-Rendite-Verhältnisses bei globalen Staatsanleihen-Portfolios führen können.

Schwellenländer als Renditetreiber

Die Anleihenmärkte der Schwellenländer sind längst keine Nische mehr. Vor allem im Zuge der Finanz- und Staatsschuldenkrise ist in den vergangenen Jahren zunehmend mehr Geld sowohl in den Sektor der EM-Staatsanleihen als auch in den der EM-Unternehmensanleihen geflossen. Und das aus vielerlei guten Gründen. Die Volkswirtschaften der Emerging Markets sind die Wachstumsmotoren der globalen Wirtschaft und erzielen in der Regel ein höheres Wirtschaftswachstum als die entwickelten Länder. Sowohl die Staaten als auch die Unternehmen der Schwellenländer zeichnen sich durch geringe Verschuldungsquoten aus. Zudem verläuft die wirtschaftliche Entwicklung in den Emerging Markets häufig gegenläufig zu den Konjunkturzyklen. Die Rendite von Anleihen aus den Schwellenländern ist höher als die von Anleihen der großen Industrienationen. Und last but not least verbessern Anlagen in die Emerging Markets die Diversifikation des Gesamtportfolios.

Das starke Wachstum der EM-Anleihenmärkte ist allerdings auch mit einer Portion Vorsicht zu betrachten. Dies gilt vor allem für den Bereich der Unternehmensanleihen. In nur wenigen Jahren ist dessen Marktvolumen auf eine Billion US-Dollar gewachsen. Damit ist er nach Angaben von J.P. Morgan größer als der Bereich der EM-Staatsanleihen, die in den Hartwährungen Dollar oder Euro begeben werden. Wie immer, wenn Märkte sehr schnell wachsen, leidet in einem gewissen Umfang auch die Qualität. Die starke Nachfrage schlägt sich

darüber hinaus in steigenden Kursen und fallenden Renditen nieder. BayernInvest setzt vor diesem Hintergrund in den Emerging Markets unter anderem auf Investment Grade-Anleihen mit attraktiver Rendite. Seit Kurzem ergänzt deshalb der indexbasierte „Emerging Markets Corporate Bonds Investment Grade“ das rentenbezogene Produktspektrum. Der Fonds ermöglicht einen effizienten und kostengünstigen Zugang zum EM-Unternehmensanleihenmarkt. Grundlage ist der J.P. Morgan CEMBI IG Div. Index, der mit Hilfe des Stratified Sampling-Ansatzes optimiert wird. Dadurch wird ein oberhalb der Benchmark liegender Ertrag angestrebt. BayernInvest ist damit einer der ersten Anbieter in Europa für indexnahe Investment Grade Emerging Markets-Unternehmensanleihen in einem institutionellen Publikumsfonds.

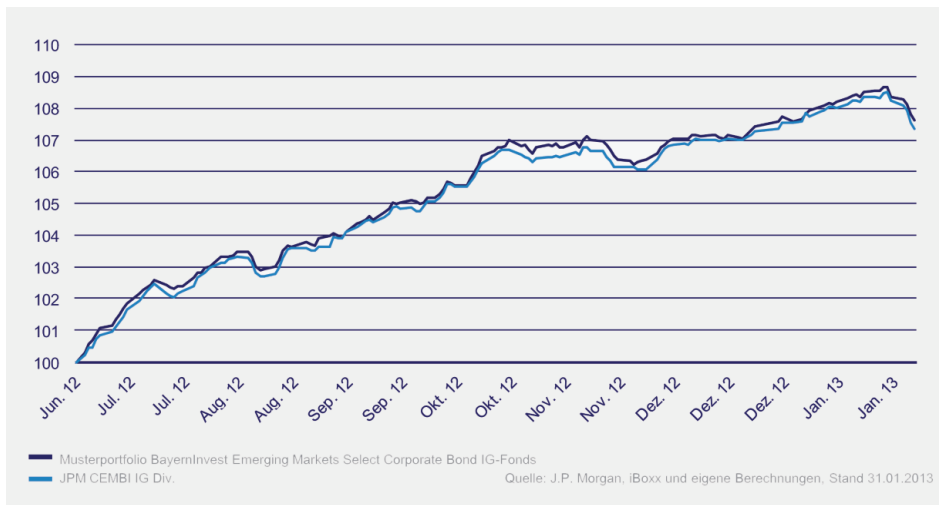


Abb. 2: BayernInvest Emerging Markets Select Corporate Bond IG-Fonds vs. J.P. Morgan CEMBI Global Diversified IG

Die Risikoleiter nach oben steigen

Ungeachtet mancher Erfolge beim Yield-Enhancement grundsätzlich eher risikoarmer Rentensegmente werden die Investoren mittelfristig nicht daran vorbeikommen, die Risikoleiter zumindest mit Teilen ihres Portfolios weiter nach oben zu klettern. Im Rentenbereich rücken spätestens dann zum Beispiel Subordinated Bonds oder High Yield-Anleihen stärker in den Fokus. Auch andere, rentenähnliche Anlagekonzepte wie etwa Senior Loans oder Kreditverbriefungen werden dann in neuem Licht gesehen. Trotz der damit verbundenen Ausdehnung des Rentenuniversums lässt sich der Wechsel in der Welt der Aktien auch für institutionelle Investoren dauerhaft nicht aufschieben. Ein Brückenschlag in diese Welt ist heute schon möglich. Mit Dividendenfonds, Wandelanleihen oder auch Multi-Assetklassen-Strategien kann der Schritt ins Risiko kontrolliert erfolgen.