

1.2 BayernInvest- Institutionelles Asset Management im Wandel

Die große Zäsur

Die massiven Veränderungen im aktuellen Investmentumfeld sind kein Ausdruck einer vorübergehenden Störung, sondern die Folge eines tiefgreifenden Umbruchs zentraler Bedingungen der Kapitalanlage. Das Asset Management befindet sich in einem Paradigmenwechsel. Wie können Investoren damit umgehen?

Ein neues Koordinatensystem entsteht

Veränderung ist nichts Ungewöhnliches. Im Gegenteil. Sie begleitet das menschliche Handeln als Konstante in allen Lebensbereichen. So auch im Asset Management. Veränderung ist nichts Schlechtes. Im Gegenteil. Sie ebnet den Weg für Neues und schafft Chancen, die auch Asset Manager nutzen können. Es gibt jedoch Zeiten, in denen tritt Veränderung massiv, umfassend und sehr herausfordernd auf. Man spricht dann von einem Paradigmenwechsel. Dieser Begriff wird mitunter inflationär verwendet. Unter einem Paradigma versteht man im Allgemeinen ein vorherrschendes Denk- oder Handlungsmuster, das prägend für die Akteure eines Bezugssystems ist. Ein Paradigmenwechsel liegt also vor, wenn dieser vorherrschende Handlungsrahmen sich verändert und durch einen neuen ersetzt wird. Und genau dies vollzieht sich gegenwärtig im Asset Management.

Im Zuge der Finanz- und Verschuldungskrise manifestiert sich der Wandel in vier zentralen Parametern: dem Absinken des allgemeinen Renditeniveaus, dem Verlust an Sicherheit, kürzeren Wirtschaftszyklen und dynamischeren Märkten sowie in einem Ausschwingen des Regulierungspendels. Einen Sonderfaktor stellt darüber hinaus die Beobachtung dar, dass die Börsen gegenwärtig weniger als früher fundamental-wirtschaftlichen Einschätzungen als vielmehr politischen Einschätzungen und Szenarien folgen. Die Auswirkungen dieser Entwicklung für die Kapitalanlage institutioneller Investoren lassen sich ebenfalls mit vier Stichwörtern beschreiben. Die neue Lage verstärkt das Erfordernis der Diversifikation. Das Anlageuniversum muss erweitert werden. Dadurch erhöhen sich die Komplexität der Kapitalanlage einerseits sowie die Anforderungen an Transparenz und Steuerung andererseits. Neue Märkte und Strategien verlangen drittens zusätzliches Know-how auch auf Seiten der Investoren. Deren Professionalisierung wird voranschreiten. Nicht zuletzt vor dem Hintergrund der zunehmenden Regulierung werden sich Investoren und Asset Manager schließlich verstärkt weg vom reinen Produktdenken

hin zu individuellen Lösungsansätzen bewegen. All dies verlangt ein neues Denken innerhalb eines veränderten Koordinatensystems.

Fixed Income als Folge der aktuellen Anlage-Antinomie

Die Umwälzungen in der Investmentlandschaft sind in der Tat beträchtlich. Dennoch spricht vieles dafür, dass der „Wind of Change“ nicht als Orkan über die Investoren hereinbricht, der keinen Stein auf dem anderen lässt. Die notwendigen Veränderungen und Neuerungen werden vielmehr sukzessiv Einzug in den Investmentalltag halten. Die große Rotation, also der Schwenk der Investoren hin zu neuen Anlageklassen und Strategien, dürfte vorerst nicht stattfinden. Die Musik spielt stattdessen weiterhin vor allem im Fixed Income-Bereich. Warum ist das so? Zunächst sorgt die traditionelle Rentenlastigkeit der institutionellen Portfolios weiterhin für Anziehungskraft. Diese eher historische Komponente allein reicht als Erklärung allerdings nicht aus. Es ist vielmehr die aktuelle Anlage-Antinomie, die dafür sorgt, dass die Assetklasse der Renten weiterhin dominiert. Auf der einen Seite dieses Widerspruchs steht die Erkenntnis, dass die Anlagemöglichkeiten nie größer waren als heute. Investoren bietet sich eine Fülle unterschiedlicher Strategien quer über alle Assetklassen hinweg. Auf der anderen Seite jedoch zeigt die Realität, dass die tatsächlichen Anlagemöglichkeiten nie so begrenzt waren wie heute. Vor allem zwei Faktoren engen den Handlungsspielraum ein: das ausschlagende Pendel der Regulierung einerseits sowie die geschrumpften Risikobudgets andererseits. Dieser Widerspruch wird sich erst langsam auflösen. Bis es soweit ist, dominiert Fixed Income weiterhin die auf Sicherheit ausgerichtete Kapitalanlage der meisten Großanleger.

Ein Königsweg ist nicht in Sicht

Wie können Investoren mit den neuen Herausforderungen umgehen? Diese Frage lässt sich angesichts unterschiedlicher Investorengruppen mit individuellen Anlagezielen und teilweise spezifischen Restriktionen nicht pauschal beantworten. Ein Königsweg ist nicht vorhanden. Gleichwohl zeichnen sich drei grundsätzliche Meta-Strategien ab, die im gegenwärtigen Umfeld durchaus Sinn machen können. Die Basis bildet die Ausdehnung des Rentenuniversums mit dem Ziel des risikokontrollierten „Yield Enhancement“ im Fixed-Income Bereich. Gleichzeitig, sollten Investoren versuchen, sich dort, wo möglich, für weitere Anlageklassen zu öffnen. Multi Assetklassen-Strategien können als dritte Komponente einen Brückenschlag aus der Welt der Anleihen in neue Anlageuniversen herstellen. Die konkrete Umsetzung dieser Meta-Strategien hängt von diversen Faktoren ab. Einerseits können gesetzliche Verpflichtungen maßgeblich sein, andererseits sind auch interne Vorgaben wie etwa die Anlagephilosophie und davon abgeleitete Anlagerichtlinien entscheidend. So ist die Anlagephilosophie eines Unternehmens beispielsweise davon geprägt, dass mit dem Anlagevermögen (Pension Assets) Pensionsverpflichtungen (Pension Liabilities) gedeckt werden. Die Struktur der Pensionsverpflichtungen hat dabei zentralen Einfluss auf das Anlageuniversum und die damit verbundenen Anlagestrategien. Lösungen sind also für viele der neuen Herausforderungen häufig vorhanden. Denn aufgrund des hohen Wettbewerbsdrucks befindet sich die Anbieterseite hier in einem fortwährenden Kampf um die besten Ideen.

Umso wichtiger ist auch die Bereitschaft der Investoren, sich auf Neues einzulassen. Hier liegt ein wichtiger Schlüssel für den Erfolg der künftigen Kapitalanlage. Nur wem es gelingt, der Schere im Kopf nicht zu viel Spielraum zu lassen, nur wer unvoreingenommen Anbieter und Anlagekonzepte prüft, wird eine echte Chance haben, dem richtigen Weg durch das neue Koordinatensystem der Vermögensanlage möglichst nahe zu kommen.

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 Renditepotential. 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 Marktes 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 werden 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.

Mit der Peripherie punkten

Staatsanleihen aus Kern-Euroland behalten aus Absicherungsgründen vorerst noch eine herausgehobene Stellung. Als Performance-Quelle eignen sie sich aber kaum mehr. 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 Euro-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. 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.

Staatsanleihen-Investments weltweit streuen und clever gewichten

Die Diversifikation im Rentenportfolio erlangt im Niedrigzinsumfeld somit einen noch größeren Stellenwert. Investments in Staatsanleihen sollten daher nach Möglichkeit auch eine regionale 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 kann mit Nein beantwortet werden. Denn innerhalb der gängigen Indizes erhalten gerade diejenigen 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 befasst sich die BayernInvest auch mit Ideen alternativer Benchmarks, 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 zu einer Optimierung des Risiko/Rendite-Verhältnisses bei globalen Staatsanleihen-Portfolios führen können.

Schwellenländern als Renditetreiber

Die Anleihemärkte 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-Anleihemärkte ist allerdings auch mit 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. 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-Unternehmensanleihemarkt. 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.

BayernInvest

Kapitalanlagegesellschaft mbH

Karlstraße 35, 80333 München

Telefon +49 89 54 850-0, Fax +49 (0) 89 54 850-444

www.bayerninvest.de

Ansprechpartner:



Dr. Oliver Schlick

Geschäftsführer

Telefon +49 (0) 89 54 850-200

E-Mail: oliver.schlick@bayerninvest.de



Eberhard Schwarz

Generalbevollmächtigter

Telefon +49 (0) 89 54 850-133

E-Mail: eberhard.schwarz@bayerninvest.de