

„Wer heute risikoavers sein möchte, braucht Mut“

Interview mit Dr. Oliver Schlick, Geschäftsführer, und Eberhard Schwarz, Generalbevollmächtigter sowie Leiter Vertrieb und Marketing, BayernInvest Kapitalanlagegesellschaft mbH

Für die BayernInvest hat die Zinswende bereits begonnen. BOND YEARBOOK sprach mit Chief Investment Officer, Dr. Oliver Schlick, und Eberhard Schwarz, Leiter Vertrieb und Marketing, über die Auswirkungen für Investoren.

BOND YEARBOOK: Ein Thema, das Investoren sehr beschäftigt, ist die Zinswende. Wann kommt sie Ihrer Meinung nach?

Dr. Schlick: Ich glaube, dass wir die Zinswende schon haben. Zwei Beobachtungen stützen diese Einschätzung. Erstens: Mit seinen Ankündigungen vom Sommer hat US Notenbankchef Ben Bernanke den Einstieg in den Ausstieg bereits getestet. Es stellt sich daher nicht der Frage, ob die Zinswende kommt, sondern wann sie kommt und mit welchen Zinsschritten sie verbunden ist. Zweitens: Rein fundamental betrachtet läuft die Konjunktur in den USA einigermaßen, in Deutschland läuft sie gut und in den EU-Peripherieländern kommt sie spürbar besser zum Laufen. Zieht die Konjunktur an, bleibt dies erfahrungsgemäß nicht ohne Auswirkungen auf das Zinsniveau. Die Zinswende ist also schon im Gange, bewegt sich gegenwärtig allerdings noch unterhalb der Wahrnehmungsschwelle. Spürbar wird sie erst im Laufe der nächsten Monate.

BOND YEARBOOK: Welchen Kurs fährt die Fed? Können sich die anderen Notenbanken dem entziehen?

Dr. Schlick: Der Kurs der Fed sieht von außen chaotischer aus, als er in Wirklichkeit ist. Man hat den Eindruck, die Fed wüsste nicht was sie tut. Nachdem sie im Juni verkündet hatte, die exzessive Geldflutung der Märkte zurückzuführen, schien sie zwischendurch wieder zurückzurudern. Die Ankündigung aus dem Sommer war aber richtig. So konnte man die Märkte langsam darauf vorbereiten, dass die expansive Geldpoli-



Dr. Oliver Schlick,
Geschäftsführer,
BayernInvest Kapital-
anlagegesellschaft mbH



Eberhard Schwarz
Generalbevollmächtigter,
Leiter Marketing &
Vertrieb, BayernInvest
Kapitalanlagegesellschaft
mbH

itik mittelfristig ein Ende haben wird – wobei wir über eine Rückführung und nicht über eine abrupte Beendigung der Unterstützungsmaßnahmen sprechen. Die Strategie der Fed ist daher stringent. Der Markt hat im Juni extrem überreagiert und sich dann aber wieder beruhigt.

Was die anderen Notenbanken angeht, so glaube ich, dass diese gegenwärtig nicht in vollem Gleichklang mit der Fed agieren. Die EZB fährt eine andere Strategie, die motiviert ist durch die Euro-Schuldenkrise bzw. die Frage der konjunkturellen Belebung in Euroland. Auch die japanische Zentralbank hat eine andere Strategie. Sie versucht, durch eine massive Abwertung des Yen die Inflation zu stimulieren und dem Land wieder auf die Füße zu helfen. Aktuell laufen die Zentralbanken also relativ unabhängig nebeneinander her. Dies könnte sich allerdings wieder ändern, wenn die Fed beginnt, ihre Geldpolitik restriktiver zu gestalten. Dann wäre der Transmissionsmechanismus wieder stärker.

BOND YEARBOOK: Wie beeinflusst die Zinswende die Rentenmärkte? Hat sie auch auf andere Assetklassen Einfluss?

Dr. Schlick: Das lässt sich pauschal nicht beantworten. Vielmehr muss man die Rentensegmente im Einzelnen betrachten. Die Zinswende betrifft zunächst vor allem US-Treasuries, Bundesanleihen und kerneuropäische Anleihen. Weniger betroffen sind Euroland-Peripherieanleihen. Denn die Zinswende ist auch in einer konjunkturellen Verbesserung in diesen Ländern begründet und der zunehmenden Nachhaltigkeit, Schuldendienste bedienen zu können. Das sorgt für sich genommen zunächst einmal für fallende Renditen. Etablierte Märkte sind somit nach meiner Theorie stärker betroffen als zuvor gemiedene Märkte wie Peripherieanleihen.

Mit Blick auf andere Assetklassen, wie z.B. Aktien gilt: Ein Zinsanstieg hat in einem normalen Konjunkturzyklus meist einen negativen Einfluss auf risikobehaftete Assets. Wenn die Zinswende jedoch zustande kommt, weil die Zentralbanken wieder in den Normalmodus übergehen, dann müssen Aktien nicht stark betroffen sein, zumal dies ja an ein Wiedererstarken der Konjunktur geknüpft ist. Dies würde wiederum positiv auf Aktien wirken. Zusammenfassend kann man sagen, dass die Zinswende für etablierte Rentenmärkte am gefährlichsten ist, am wenigsten gefährlich für Peripherieanleihen und neutral für Aktien.

BOND YEARBOOK: Welche Strategien empfehlen Sie institutionellen Investoren?

Schwarz: Ich glaube, man kann die Frage nicht pauschal beantworten. Es kommt auf den Investor an. Unternehmen haben beispielsweise einen hohen Anlagebedarf bei ihrem Pensions-

vermögen. Was bedeutet da eine Zinsänderung? Die Pensionsansprüche werden auf den aktuellen Wert abdiskontiert. Bei einem niedrigeren Zinssatz steigen die Pensionsverpflichtungen enorm. Wenn die Zinsen steigen, führt das zu einer Korrektur auf der Verpflichtungsseite. Hieraus ergibt sich eigentlich eine positive Entwicklung. Auf der Anlageseite ist bei einem Zinsanstieg natürlich eine bessere Möglichkeit gegeben, die benötigte Zielrendite zu erwirtschaften. Versorgungswerke haben einen Großteil ihrer Assets im Bereich Fixed Income, oft 70 bis 80%. In der letzten Dekade stieg der Wert des Portfoliobestands immer mehr. Wenn die Zinsen nun steigen, verliert der Bestand natürlich an Wert. Diesen Weg wollen Investoren eigentlich nicht mitmachen. Auf der anderen Seite ist das Zinsniveau viel zu niedrig, um den Verpflichtungen langfristig nachkommen zu können. Man wünscht sich schon ein höheres Zinsniveau.

BOND YEARBOOK: Also benötigen die Versorgungswerke eine aktivere Strategie?

Dr. Schlick: Ja, alle wollen höhere Zinsen, aber auf dem Weg dorthin möchte niemand dabei sein. Daher ist es natürlich richtig, mit einer aktiven Strategie den Weg zu höheren Zinsen so erträglich wie möglich zu gestalten.

Schwarz: Die konkrete Ausgestaltung ist natürlich eine Frage der Anlagerichtlinien und aufsichtsrechtlichen Möglichkeiten. Investoren, die „short“ gehen können und wollen, haben natürlich die Möglichkeit, auch in einem Umfeld steigender Zinsen ihre Performance zu sichern. Investoren, die dem Markt ausgesetzt sind, haben es schwieriger. Bei Anlegern mit einer durchschnittlichen Duration im Portfolio von fünf bis sechs Jahren bedeutet ein Zinsanstieg von 1% eine Abwertung des Bestandes von 5 bis 6%.

Aktive Strategien, die den Weg zu höheren Zinsen erträglich machen, sind beispielsweise Overlay-Strategien. Darüber hinaus ist unseres Erachtens auch die Assetklasse „Diversifikation“ eine solche aktive Strategie. Diese Strategie sehen wir beispielsweise bei der Investorengruppe der Stiftungen, die auf einen Erhalt des Stiftungsvermögens verpflichtet sind. Bestandteil dieser Strategie ist eine signifikante strategische Aktienquote, die sowohl unter Ausschüttungsgesichtspunkten als auch unter Performancegesichtspunkten im Niedrigzinsumfeld sowie bei Zinsanstiegen das Gesamtportfolio nachhaltig ergänzt. Aber auch der Einsatz von Aktien ist natürlich eine Funktion von aufsichtsrechtlichen Möglichkeiten.

Dr. Schlick: Anleger, die wegen der Risikoaversion nur in eine Assetklasse (Renten) investiert haben und nur in eine Region (Kerneuropa), werden jetzt aus dem gleichen Grund gezwungen, in ihrem Anlageuniversum wesentlich kreativer zu handeln und auch bei den Investmentstilen wesentlich offensiver agieren zu müssen.

Schwarz: Es geht darum, den Zielkonflikt zwischen Risikoaversion und Renditeanforderung zu überbrücken. Viele Investoren waren in diesem Jahr auf der Suche nach Rendite. Wenn man, wie wir, davon ausgeht, dass die Eurozone Bestand hat, dann ist es sinnvoll sich genauer anzuschauen, wo man die Zielrendite erwirtschaften kann. Und dann kommt man u.a. in die Europeripherie. Gerade bei den langen Laufzeiten konnten Italien, Spanien und Irland in diesem Jahr extrem positive Renditen generieren. Dies genauso auch auf der Pfandbriefseite. Es gibt also durchaus die Möglichkeit, in einem solchen Umfeld Rendite – auch im Anleihesegment – zu erwirtschaften.

Dr. Schlick: Wer heute risikoavers sein möchte, braucht also Mut. Ich möchte aber nochmals auf einen anderen Aspekt hinweisen. Wenn man seine Investments ändern möchte, dann kann man andere Regionen oder andere Assetklassen hinzunehmen. Die Frage ist aber auch, wie es dann gemacht werden muss. Der Weg dort-



hin muss aktiv gestaltet sein. Ein aktiver Ansatz heißt, dass oben der aktive Overlay-Manager sitzen muss. Die aktive Gestaltung hat durch die aktuelle Entwicklung eine wesentlich größere Bedeutung als noch vor einigen Jahren.

BOND YEARBOOK: Im Zuge der Zinswende dürfte dann eher eine Absolute Return-Strategie in den Vordergrund rücken.

Schwarz: Absolute Return-Strategien bedeuten für mich per Definition einen positiven Return zu erzielen. Es werden sich natürlich nicht sämtliche Anleger einheitlich diesen Strategien zuwenden. Ich glaube durchaus, dass Benchmark-Konzepte bei einem Großteil der Kunden Bestand haben werden. Aber auch Absolute Return-Strategien haben natürlich ihre Berechtigung. Sie werden von Kunden nachgefragt, wie z.B. Stiftungen, weil es gilt, in jedem Kapitalmarktumfeld einen positiven Return zu erwirtschaften, um Verpflichtungen, beispielsweise Stiftungsaufgaben, erfüllen zu können. Viele Investoren wurden in der Vergangenheit leider von Absolute Return-Mandaten bzw. Hedgefonds-Mandaten enttäuscht. Für den Investor ist es einfach eine große Herausforderung, eine erfolgreiche Selektion der Anbieter durchzuführen.

Dr. Schlick: Im Zuge dessen muss man auch quantitative Investmentansätze berücksichtigen. Diese gewinnen zunehmend an Bedeutung. Wenn man politische Börsen hat, dann kann man diese fundamental kaum berücksichtigen. Daher macht es auch Sinn, den Investmentansatz um eine quantitative Logik zu ergänzen, der sich dem Markt mit einem Algorithmus und einer gewissen Logik nähert. Die Diversifikation von Investmentansätzen und -stilen hat somit noch ein ganz anderes Gewicht bekommen als noch vor fünf Jahren.

BOND YEARBOOK: Wie schätzen Sie die Entwicklung bei Corporate Bonds und High Yield-Bonds ein?

Dr. Schlick: Corporate Bonds bleiben attraktiv. Sie bieten einen vernünftigen Zinsaufschlag, auch wenn dieser in den vergangenen Quartalen deutlich zurückgegangen ist. Wir würden weiter dazu raten, auch wenn die Attraktivität schon gemindert ist. Globalisierung und Emerging Markets sind für uns der säkulare Trend der nächsten Jahre, um Zinsen eines Euroland-Portfolios etwas aufzupeppen. Auch Covered Bonds und Nachranganleihen bieten Chancen für Investoren. Das alles ist im Vergleich zu Bundesanleihen noch attraktiv. Wenn man über die Zinswende spricht, dann muss man bei Renten immer auch darüber nachdenken, wie man diese managen kann. Auch an High Yield-Anleihen, Covered Bonds, Mittelstandsanleihen und Nachranganleihen wird die Zinswende nicht spurlos vorbeigehen. Daher – nochmal: die Frage der Investmentstatistik muss immer mitbedacht werden.

BOND YEARBOOK: Gibt es ein Produkt Ihres Hauses, das im gegenwärtigen Umfeld besonders hilfreich ist?

Schwarz: Wir haben beispielsweise einen Absolute Return-Fonds, den Alpha Select Plus Fonds, der ein Rentenportfolio um ein aktives Derivatemanagement in den Assetklassen Aktien, Renten und Währungen ergänzt. Seit 2008 generiert dieser Ansatz auch in den Krisen Jahren Renditen zwischen 4,5 und 6% p.a.

BOND YEARBOOK: Vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Christian Schiffmacher.