



Strategische Asset Allokation

DER „WIND OF CHANGE“ SETZT INVESTOREN UNTER ZUGZWANG

Dr. Volker van R uth, Sprecher der Geschäftsführung BayernInvest Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH

Institutionelle Investoren benötigen laufende Erträge, um ihren finanziellen Verpflichtungen verlässlich nachkommen zu können. Diese Erkenntnis ist nicht neu. Die Zeiten, in denen dies problemlos möglich war, sind allerdings vorbei. Auch diese Einsicht ist inzwischen allgemein verbreitet. Bereits seit geraumer Zeit ist klar, dass die traditionell auf Rentenanlagen fokussierten deutschen Großanleger in Zeiten historisch niedriger Zinsen umdenken müssen. Der „Wind of Change“ ist heftiger geworden. Dass vor diesem Hintergrund nicht nur die Investmentpolitik, sondern auch die Risikobeurteilung der Kapitalanlageverst rkt auf den Prüfstand gehört, ist manchem Anleger möglicherweise noch nicht bewusst genug.

Wie radikal sich das Investmentumfeld für Anleger verändert hat, zeigt ein Blick auf die Anlegerkategorie der Staatsanleihen. Jahrzehntlang galten sie als sicherer Hafen mit ausreichend hohen und stabilen Erträgen. Davon kann heute keine Rede mehr sein. Inzwischen haben die Anleger leidvoll erfahren müssen, dass Staatsanleihen – einst dominanter Teil ihrer Portfolios – weder risikolos sind, noch auskömmliche Renditen bieten. Wer hier auf Nummer sicher gehen will, muss dafür nun einen hohen Preis bezahlen. So bewegen sich die Renditen der Euro-Staatsanleihen am kurzen Ende, aber teilweise auch darüber hinaus, im negativen Bereich. Zur Erinnerung, mehr als ein Drittel des gesamten Staatsanleiheuniversums im Euroraum ist aktuell mit einer negativen Rendite belastet. Und auch bei den langlaufenden Anleihen sieht es nicht besser aus. Mitte April 2016 konnten Anleger mit einer zehnjährigen Bundesanleihe eine Rendite von gerade einmal 0,1% erwirtschaften. Zum Leben zu wenig, zum Sterben zuviel.



Dr. Volker van Rühl

Draghis negative Renditespirale zeigt Wirkung

Was tun? Investoren haben auf den Renditeverfall am Staatsanleihenmarkt mit einer Ausweitung ihrer Investments im Bereich der Covered Bonds reagiert. Doch spätestens seit die EZB und die ihr angeschlossenen Notenbanken damit begannen, im Rahmen ihrer extrem lockeren Geldpolitik gedeckte Schuldverschreibungen, Asset Backed Securities (ABS) und Papiere des öffentlichen Sektors im großen Stil aufzukaufen, ist auch hier kaum

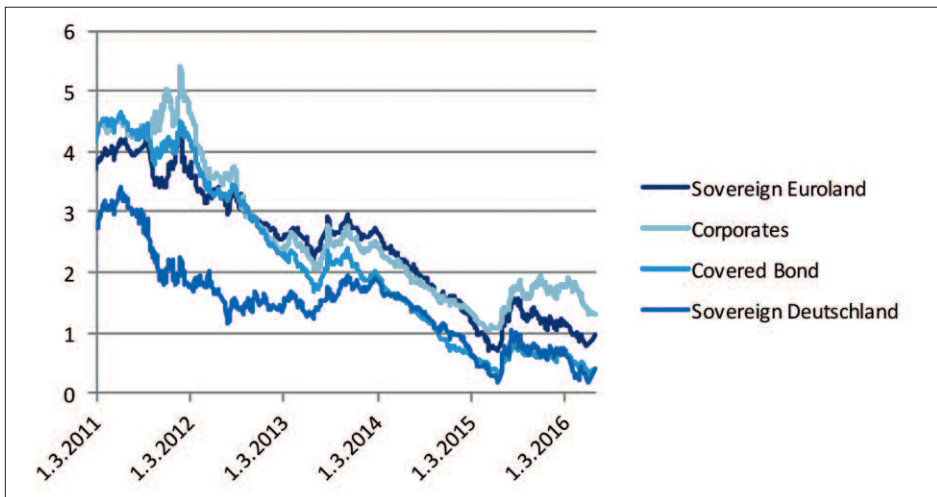


Abb. 1: Abwärtsspirale am Rentenmarkt; Quelle: Eigene Abbildung

noch etwas zu holen. Ganz abgesehen davon, dass es aufgrund des bisher 700 Mrd. Euro schweren Engagements der EZB in diesem Bereich für Anleger erheblich schwerer geworden ist, entsprechende Papiere überhaupt zu erwerben.

Angesichts dieser Situation sind Bond-Investoren zunehmend gezwungen, die Risikoleiter im Fixed-Income-Universum weiter emporzusteigen. Damit hat zuletzt das Segment der Unternehmensanleihen im Investmentgrade-Bereich an Bedeutung gewonnen. Wenngleich auch hier die Bäume nicht in den Himmel wachsen, lassen sich mit Corporate Bonds gegenwärtig im Durchschnitt noch Renditen von 1,3% (Stand: 30. April 2016) im Investment Grade erzielen. Aber auch dies dürfte sich in naher Zukunft ändern. Denn seit die EZB mit der Ankündigung, als nächstes auch Unternehmensanleihen in erheblichen Umfang aufzukaufen zu wollen, einen weiteren geldpolitischen Pfeil aus dem Köcher gezogen hat, dürfte auch dieses Segment für Anleger zunehmend schwieriger werden. Die bekannt gewordenen Kriterien für entsprechende Käufe zeigen jedenfalls, dass die EZB-Entscheidung Auswirkungen auf den Corporate-Bond-Markt haben wird. Denn aus den bisher bekannt gewordenen Rahmenbedingungen geht vor allem eines hervor: Die EZB hat sich für den Erwerb von Corporate Bonds mit Investmentgrade-Qualifizierung den größtmöglichen Spielraum gesichert. Gekauft werden soll sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt – und zwar bis zu 70% des Volumens einer Emission. Dem Markt für Unternehmensanleihen droht damit das gleiche Schicksal wie dem Covered Bond-Markt: die Renditen werden sinken und Investoren in den nächst höheren Risikobereich der Hochzinsanleihen gedrängt.

Dividententitel: Die Brücke in den Aktienmarkt

Fest steht: Eine ausschließlich auf Rentenanlagen fokussierte Asset Allokation kann heute nicht mehr zum Erfolg führen. Breite Diversifikation ist das Gebot der Stunde. Das gilt zunächst für den Fixed-Income-Bereich selbst, wo zum Beispiel aufgrund der sich global unterschiedlich entwickelnden Zinswelten eine starke Internationalisierung weiterhelfen kann. Darüber hinaus sollte das Investmentuniversum stärker als bisher auf weitere Assetklassen ausgeweitet werden. Grundsätzlich gilt es, im Rahmen der jeweiligen internen und externen Restriktionen eine möglichst große Vielzahl unterschiedlicher Renditequellen zu nutzen.

Aktieninvestments spielen dabei eine wichtige Rolle, stoßen aufgrund des mit ihnen verbundenen erhöhten Risikos aber immer wieder auf Skepsis bei den Investoren. Dividenstrategien können hier ein Ausweg sein. Sie verfügen über zwei zentrale Eigenschaften, die sie als Brücke in den grundsätzlich volatilere Aktienmarkt besonders geeignet machen. Zum einen führt die Berücksichtigung von dividendenstarken Titeln nachweislich zu stabileren, das heißt weniger schwankungsanfälligen Aktienportfolios.

Diese Erkenntnis beruht auf der Beobachtung, dass dividendenstarke Unternehmen aufgrund der Stabilität ihrer Geschäftsmodelle an den Börsen deutlich weniger volatil reagie-

ren als der breite Markt. Zum anderen können Kursrückgänge an den Märkten in gewissem Rahmen durch die Höhe der Dividenden abgefedert werden. Temporäre Wertverluste lassen sich so besser verkraften. Auf mittel- bis langfristige Sicht weisen Aktien gegenüber Renten ohnehin ein attraktiveres Risiko/Rendite-Profil auf. Dies liegt unter anderem auch daran, dass die Dividendenrendite von Aktien mit zunehmender Bonität steigt, während sich die Rendite von Unternehmensanleihen in der Regel vor allem dann erhöht, wenn das Ausfallrisiko steigt.

Was Dividendenstrategien im aktuellen Niedrigzinsumfeld aber so besonders wertvoll macht, ist ihre Fähigkeit, dem Investor über die Dividende laufende Erträge zu generieren, die deutlich über denen von Rentenpapieren mit ähnlicher Risikoeinstufung liegen. So lag die durchschnittliche Dividendenrendite der im DAX zusammengefassten Unternehmen im Frühjahr bei über drei Prozent. Die durchschnittliche Dividendenrendite im Euro Stoxx 50 sogar bei vier Prozent. Werden statt breiter Marktindizes spezielle Dividendenstrategien verfolgt, lässt sich die Höhe der vereinnahmten Ausschüttungen noch weiter steigern. Vor diesem Hintergrund sollten Investoren Dividendenansätze zwar nicht als Fixed-Income-Ersatz begreifen, sie in jedem Fall aber als Beimischungskomponente für das Gesamtportfolio in Betracht ziehen.

Ein zusätzlicher Sicherungsmechanismus kann zudem über ein Trendfolge-Risiko-Overlay erfolgen. So werden Richtungswechsel an den Märkten identifiziert. Gibt der Markt nach, erfolgt die Absicherung nach unten über kostengünstige Futures. Schalten die Märkte erneut in eine Aufwärtsbewegung, wird die Absicherung wieder aufgelöst. Ein solches Trendfolge-Risiko-Overlay kann den Effekt fallender Märkte bis zu einem gewissen Grad auffangen und ist gerade in einem volatilen Marktumfeld für risikosensitive Anleger von großem Nutzen.

Taktische Allokation und technische Analyse gewinnen an Bedeutung

Neben der Erweiterung der Assetklassen ist zunehmend auch die aktive Steuerung des Portfolios von zentraler Bedeutung. Mehr Flexibilität und taktische Allokation heißen hier die Stichworte. Ergänzt werden sollte dieser Prozess durch ein effektives Risikomanagement. Was in der Theorie so einfach klingt, stellt den Portfoliomanager in der Praxis vor erhebliche Herausforderungen. Konkrete Investmententscheidungen darüber, wann er in bestimmte Märkte oder Werte ein- oder aussteigen soll, muss er nun über eine größere Anzahl an Assetklassen und Strategien hinweg treffen. Und dies in einem volatilen und durch hohe Unsicherheit geprägten Umfeld, das sich angesichts stärker gewordener politischer Einflüsse mit fundamentaler Analyse nur noch bedingt beurteilen lässt.

In einer solchen Situation wird die technische Analyse als ergänzender Baustein im Portfoliomanagement zunehmend wichtiger. Die technische Analyse untersucht das Verhalten von Investoren und die daraus resultierenden Preisbewegungen an den Märkten. Anhand

bestimmter Chartmuster können technische Analysten erkennen, wie sich Käufer und Verkäufer verhalten. Da sich Verhaltensmuster in der Vergangenheit immer wieder in entsprechenden Preisformationen manifestierten, ist es möglich, diese zu identifizieren und eine Vorhersage über den wahrscheinlichen, zukünftigen Trend des Marktes zu treffen – sei es kurz-, mittel- oder langfristig.

Die einst von Charles Dow begründete Methode der Finanzanalyse ist inzwischen über hundert Jahre alt und wird heute in weiten Bereichen der Finanzwirtschaft eingesetzt. Sie findet nicht nur bei Aktien Anwendung, sondern auch im Handel mit Renten, Währungen, Rohstoffen und anderen Börsenwerten. Entscheidende Impulse hat das Analyseverfahren durch die moderne Computertechnik erfahren. Die neuen Möglichkeiten der Datenverarbeitung haben es möglich gemacht, auch komplexe mathematisch-statistische Methoden bei der Analyse einzusetzen. Dadurch konnte die Berechnung von Trends und Kauf- und Verkaufssignalen deutlich erweitert und verfeinert werden. Alles in allem empfiehlt sich vor diesem Hintergrund die technische Analyse damit als sinnvolle Ergänzung zur klassischen, fundamental ausgerichteten Finanzanalyse. Die BayernInvest hat auf diese Erkenntnis mit dem gezielten Ausbau ihrer technischen Analysefähigkeiten bereits reagiert.

Risikokontrolle mit Overlay-Management

Gemeinsam ermöglichen beide Analysemethoden eine fundierte Einschätzung der Märkte sowohl auf Makro- als auch auf Mikroebene. Die Ergebnisse können in die strategische und in die taktische Asset Allokation einfließen, die Risikosteuerung des Gesamtportfolios allerdings nur bedingt unterstützen. Ein übergreifendes Risikomanagement bleibt also zentrale Herausforderung – vor allem, wenn Investoren ihre Allokation breiter aufstellen müssen, um ihre Ertragsziele erreichen zu können. Overlay-Konstruktionen im Rahmen von Masterfonds bieten sich hier als ein möglicher Lösungsweg an. Sie eröffnen die Chance, die unterschiedlichen Assetklassen auf Gesamtfondsebene unter Risiko- und Wertsicherungsgesichtspunkten flexibel zu steuern sowie das vorhandene Risikobudget effizient zu nutzen (siehe Beispiel Dividendenstrategien). Unter dem Aspekt der Informationseffizienz verfügen Master-KVGen über einen besonderen Vorteil. Aufgrund der Vielzahl der für die einzelnen Subfonds erhobenen Daten und Kennziffern und der hohen Aktualität dieser Informationen lässt sich die Risikosituation des Gesamtfonds jederzeit genauestens analysieren. Die effiziente und zeitnahe Aggregation der unterschiedlichen Risikoinformationen gewährleistet nicht nur ein schnelles und flexibles Handeln, was gerade in turbulenten Marktphasen entscheidend sein kann. Es hilft darüber hinaus auch, die informationellen Kosten des Overlays gering zu halten. Master-KVGen bieten also gute Voraussetzungen für ein konsistentes Overlay-Management, mit dessen Hilfe Verlustrisiken begrenzt werden können, ohne dabei die langfristigen Renditeziele der strategischen Asset-Allokation aus dem Auge zu verlieren.