

Roundtable

Bond Management 2013



Sponsoren



Deutsche Asset
& Wealth Management



Teilnehmer

- 1 Peter Anders** Geschäftsführer, Deutsches Stiftungszentrum
- 2 Wolf Brandes** Chefredakteur dpn, Financial Times (Moderator)
- 3 Frank Hagenstein** Chief Investment Officer, Deka Investment
- 4 Gerd Rendenbach** Leiter Fixed Income, Bayern Invest
- 5 Ulrich Buchholtz** Freier Journalist, dpn-Autor (Moderator)
- 6 Harald Eggerstedt** Senior Investment Consultant, Towers Watson
- 7 Jörn Wasmund** Co-Head Fixed Income EMEA, Deutsche Asset & Wealth Management
- 8 Clemens Quast** Leiter Treasury, Sparda-Bank München



Alle Fotos: René Spalek

Chancen im Euroraum

Wo lassen sich nach dem hervorragenden Anleihenjahr 2012 noch attraktive Bonds finden? Darüber diskutierte dpn mit sechs Experten. Der Tenor: Neben den Anleihen aus den Emerging Markets sind auch manche Zinspapiere aus dem Euroraum wieder interessant für die Investoren.



sehen. Hochzinsanleihen könnten ebenfalls in diesem Bereich liegen – oder sogar noch einen Tick höher.

Frank Hagenstein: Bei einem Geldmarktsatz von fast null Prozent wären 1,75 bis 2,75 Prozent als Ergebnis für die Unternehmensanleihen schon recht ordentlich. Die drei Prozent sehe ich nicht unbedingt. Sollten die Bundesanleihen einen leichten Zinsanstieg verzeichnen, würde dies einen Teil des Renditeaufschlags der Unternehmensanleihen aufzehren. Chancen bieten lokale Rentenmärkte, die eine höhere Verzinsung aufweisen – auch über Währungsgewinne. Allerdings muss man dabei selektiv vorgehen, weil die länderspezifischen Einflüsse inzwischen wichtiger geworden sind – zum Beispiel bei Südafrika oder Brasilien.

dpn: Im vergangenen Jahr brachten praktisch alle Anleihensegmente gute bis exzellente Ergebnisse. Wie sieht es in diesem Jahr am Rentenmarkt aus? Welche Bonds halten Sie für attraktiv?

Jörn Wasmund: 2012 war tatsächlich ein sehr gutes Anleihenjahr. Der Index für Unternehmensanleihen guter Qualität (Investment Grade) brachte einen Gesamtertrag von rund 14 Prozent. Mit einem solch hohen Ergebnis kann man 2013 nicht mehr rechnen. Wir gehen bei den Corporate Bonds von einer Seitwärtsbewegung aus und rechnen mit einem Gesamtertrag von ungefähr 2,5 Prozent in der Benchmark. Zusätzlich wollen wir durch aktives Management eine Überrendite erzielen, so dass sich im Endeffekt vielleicht drei Prozent ergeben könnten.

dpn: Das ist nicht sehr viel.

Wasmund: Verglichen mit der aktuellen Rendite deutscher Staatsanleihen wäre es gleichwohl attraktiv. Deutlich mehr dürfte sich mit Emerging-Markets-Anleihen verdienen lassen. Bei den Bonds in lokaler Währung sollten wir im Schnitt sechs Prozent und mehr

Harald Eggerstedt: Ohne die Unternehmensanleihen mit Investment Grade geht es auch 2013 nicht. Versicherer etwa brauchen eine gewisse Duration und auch den Renditeaufschlag dieser Papiere von 1,0 bis 2,0 Prozentpunkten im Jahr. Ich sehe keine Blase in diesem Segment. Die Kreditqualität hat sich nicht verschlechtert. Das Umfeld für diese Bonds ist positiv. Man muss sich damit abfinden, dass ihr Ertragspotenzial jetzt geringer ist.

dpn: Und wo sehen Sie zusätzliche Chancen?

Eggerstedt: Die meisten der Anleger, die wir beraten, haben die Rallye bei den Anleihen noch nicht voll mitgenommen. Sie hatten in der Finanzkrise ihr Anlageuniversum eingeschränkt: keine Peripherieländer, keine Finanzanleihen. Dies zu lockern ist eine ganz wichtige Performance-Quelle für 2013. Außerdem könnten sie höher verzinsliche Anleihen in anderen Währungen beimischen. Dies beinhaltet natürlich Risiken. Wir finden das aber interessant. Eine weitere Möglichkeit besteht darin, in Märkte mit geringerer Liquidität zu gehen – etwa über Darlehensfonds, die unverbriefte Forderungen aufnehmen. Diese sind noch nicht so gut gelaufen wie die Unternehmensanleihen mit Investment

Grade oder die Hochzinsanleihen, bei denen das Ertragspotenzial inzwischen auch stark eingeschränkt ist. Allerdings sind solche Kredit-Investments komplex. Man muss dafür eine entsprechende Expertise aufbauen oder spezialisierte Manager auswählen.

Clemens Quast: Ich sehe Chancen bei den Staatsanleihen Belgiens, Italiens, Spaniens, Portugals und Irlands. Die Renditeaufschläge dieser Bonds sind bereits gesunken. Dennoch wird man mit diesen Anleihen selbst dann eine interessante Rendite erzielen, wenn die Spreads auf dem aktuellen Niveau bleiben. Außerdem sollten die Covered Bonds aufgrund der regulatorischen Vorgaben recht gut laufen.

Gerd Rendenbach: 2012 konnte man wenig falsch machen. Das ist in diesem Jahr anders. Im Laufe des Jahres könnten sich die Credit Spreads ausweiten. Die Banken zahlen Gelder an die Europäische Zentralbank (EZB) zurück. Dadurch geht Liquidität verloren. Der Zins wird wieder stärker durch die Investoren bestimmt und weniger durch die Notenbanken. Das bedeutet steigende Renditen. Daher erwarten wir zumindest in den Core-Ländern steilere Zinsstrukturkurven und deutlich höhere Zinsen bei den langen Laufzeiten.

dpn: Gibt es auch Chancen?

Rendenbach: Anleger haben dank des „EZB-Puts“ eine fast risikolose Möglichkeit auf drei bis vier Prozent Gesamtertrag in einem Jahr, wenn sie bis zu dreijährige Staatsanleihen aus Italien, Spanien und Portugal kaufen. Der Zinsertrag beträgt bei einem solchen Portfolio ungefähr drei Prozent. Außerdem erzielen die Anleihen selbst bei unveränderten Spreads Kursgewinne, da die Zinsstrukturkurve sehr steil ist und die Papiere in einem Jahr eine kürzere Restlaufzeit aufweisen werden.

„Ich sehe Risiken bei den Staatsanleihen. Wenn wir dort im laufenden Jahr den Coupon verdienen, dann ist das gut.“

Peter Anders Deutsches Stiftungszentrum

dpn: Und das Risiko dabei?

Rendenbach: Möglicherweise wird Spanien sein Investment-Grade-Rating verlieren. Dann wird es eine turbulente Phase geben, in der das Land einen Hilfsantrag stellt und die Europäische Zentralbank (EZB) sich zeigen muss. Das wird sie dann sicherlich auch tun. Im Zweifelsfall wird man bei den kurzen Laufzeiten seine Anleihen aber auch wieder ordentlich abbauen können.

dpn: Was halten Sie von einer solchen Investment-Idee, Herr Eggerstedt?



Die großen Risiken in der Eurokrise sind nach Ansicht von Frank Hagenstein überstanden. Trotzdem erwartet der Chief Investment Officer von Deka Investment politisch bedingte Rücksetzer an den Märkten. Die Erholung werde nicht gradlinig verlaufen, sondern in Wellen, meint der 47-jährige Autor mehrerer Fachbücher. Zum Beispiel weise Spanien einen hohen Finanzierungsbedarf auf. Auch Griechenland könnte noch einmal große Probleme bekommen. Die Deka verwaltet 90 Milliarden Euro in Zinsanlagen – davon 41 Milliarden Euro in Spezialfonds für institutionelle Anleger.

Eggerstedt: Wenn es zu einer weiteren Entspannung in der Eurozone kommen sollte, wäre es clever, gleich auch in die Finanztitel dieser Länder zu investieren. Diese sollten davon überdurchschnittlich profitieren.

Rendenbach: Das wäre auch möglich. Meiner Meinung nach wird der Länderansatz wieder wichtiger. Es reicht nicht mehr aus, nur die Asset-Klasse wie Staats- oder Unternehmensanleihen zu betrachten.

dpn: Herr Anders, das Deutsche Stiftungszentrum verwaltet 2,5 Milliarden Euro für 570 Stiftungen. Wie schätzen Sie den Rentenmarkt ein?

Peter Anders: Ich sehe Risiken bei den Staatsanleihen. Wenn wir dort im laufenden Jahr den Coupon verdienen, dann ist das gut. Wir hoffen auf bessere Ergebnisse bei den anderen Anleihen und bei den anderen Anlageklassen.

dpn: Welche wären das?

Anders: Bei den Renten haben wir mittlerweile eine Emerging-Markets-Quote von 15 Prozent. Staatsanleihen lassen wir seit dem Frühjahr 2011 von den Managern abbauen. Stattdessen sollen sie verstärkt Pfandbriefe und Unternehmensanleihen kaufen.

dpn: Wie viel Staatsanleihen halten Sie noch?

Anders: Rund 20 bis 25 Prozent des gesamten Anlagevolumens. Noch vor einigen Jahren lag dieser Anteil bei mehr als 50 Prozent. Ich kenne auch große Stiftungen in Deutschland, die gar keine Staatsanleihen mehr halten.

dpn: Wären italienische oder spanische Staatsanleihen nichts für Sie?

Anders: Auch ich halte nach der wegweisenden Rede des EZB-Präsidenten Mario Draghi Ende Juli vergangenen Jahres Anlagen in diesen Zinspapieren für sinnvoll. Sie sind für uns aber aufgrund ihres Ratings nicht erwerbbar. Wir investieren nur in den oberen und mittleren Bereich von Investment Grade. Die beiden untersten Stufen haben wir ausgeschlossen.

dpn: Wie gewichten Sie die Anleihen?

Anders: Mit insgesamt 55 Prozent des Anlagevermögens. Fast alle unserer Spezialfonds sind inzwischen gemischte Portfolios mit einer breiten Diversifikation. Wir nutzen seit 2006 konsequent Wertsicherungsstrategien, so dass wir nicht – wie früher bei Stiftungen oft üblich – zu 90 Prozent in Renten investieren müssen. Bei einer so hohen Anleihenquote sähe ich große Gefahren – insbesondere bei den Staatsanleihen. Da gibt es keine Marktpreise mehr, sondern nur noch EZB-Preise.

„Ich gehe davon aus, dass der Gesamtertrag deutscher Bundesanleihen in diesem Jahr negativ sein wird.“

Gerd Rendebach Bayern Invest

Wasmund: Wir teilen die Einschätzung zu den Bundesanleihen grundsätzlich und sind dort auch untergewichtet. Andererseits können diese im Portfoliokontext eine relativ günstige Absicherung darstellen – gerade wenn der Rest des Portfolios eher aggressiv investiert ist ...

Rendebach: ... vorausgesetzt, die Korrelationen bleiben so gegenläufig, wie sie zuletzt waren. Aber in einer Phase steigender Zinsen – vielleicht durch eine bessere Konjunktur – könnte diese gegenläufige Entwicklung ab einem bestimmten Punkt aufbrechen. Dann würden möglicherweise sowohl die Bundesanleihen als auch die Peripherie- und Unternehmensanleihen im Kurs verlieren.

Eggerstedt: Das Umfeld hat sich geändert. Durch die fiskalpolitischen Unterstützungsmechanismen (ESM) hat sich die Lage entspannt. Sollten diese aber voll in Anspruch genommen werden, müssen sie durch die Kernländer finanziert werden. Das würde sich auch auf die Bundesanleihen auswirken, die sich dann nicht mehr gegenläufig zu den Staatsanleihen aus der Peripherie entwickeln werden.

dpn: Die Transferunion würde dann auch die Zinsen der Bundesanleihen deutlich nach oben treiben?

Eggerstedt: Ja. Die globalen Investoren werden dann merken, dass Deutschland nicht einfach aussteigt, wenn es schwierig wird. Der Jahreswirtschaftsbericht der Bundesregierung lobt die neue Politik des EZB-Präsidenten Mario Draghi. Wir stehen also als Deutschland dahinter. Das wird im Ausland oft noch nicht stark genug wahrgenommen – und teilweise auch nicht im Inland.

Anders: Aus meiner Sicht kann es einen Ausstieg Deutschlands aus der Währungsunion nicht mehr geben. Der politische Wille zum Euro ist eindeutig gegeben. Und da wir die Last der anderen Länder mittragen, wird sich die Bewertung der Bundesanleihen entsprechend verschlechtern.

dpn: Wo wird die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe am Jahresende stehen?

Wasmund: Bei ungefähr 1,8 Prozent.

Rendebach: Ich kann mir durchaus vorstellen, dass sie über die Marke von

zwei Prozent steigt. Und in einer Ausverkaufsphase kann sie auch 2,5 Prozent erreichen.

dpn: Warum?

Rendebach: Die Konvergenz der Euro-Staatsanleihen dürfte auf zwei Wegen erreicht werden – die Renditen der Bundesanleihen werden steigen, die der Peripherieanleihen werden fallen. Außerdem hat der regulatorische Druck etwas abgenommen: Basel III wurde abgemildert. Zudem scheinen die Mittelflüsse in sichere Häfen abzunehmen. Und wenn der Zinsanstieg bei den Bundesanleihen erst einmal begonnen hat, steht schnell eine Minuszahl auf einem ganz konservativen Rentenportfolio. Die Absicherungen kommen dann erfahrungsgemäß sehr zügig zum Einsatz. Deshalb kann ich mir auch ein Überschießen in Richtung der 2,5 Prozent vorstellen.

dpn: Werden Anleger mit deutschen Bundesanleihen in diesem Jahr Geld verlieren?

Rendebach: Ja, ich gehe davon aus, dass der Gesamtertrag negativ sein wird.

Wasmund: Ich würde jetzt keine 2,5 Prozent nennen wollen, aber die Entwicklung kann natürlich volatiler ausfallen, als es die 1,8 Prozent zum Jahresende andeuten. Die Zeit des Buy-and-Hold ist definitiv vorbei! Ich erwarte eine relativ hohe Volatilität, die Opportunitäten bietet. Davon kann man mit einem Trading-orientierten Stil besser profitieren.

Hagenstein: Ich gebe nicht gerne Punktprognosen ab, denke aber, dass es um die zwei Prozent zum Jahresende sein könnten. Ein Überschießen ist möglich. Aber ich sehe trotz der Verschiebung bei Basel III nicht, dass der regulatorische Druck, Bundesanleihen zu halten, abnehmen wird. Der Bedarf an AAA-Assets ist weiterhin ungebrochen.

Quast: Wenn die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe um 0,2 Prozentpunkte ansteigt, ist der gesamte Zinsertrag eines Jahres verfrühstückt. Warum sollte ein Anleger dies tun? Wenn er das Geld zinslos bei der Bundesbank parkt, erfüllt er die regulatorischen Anforderungen genauso.

Anders: Oder er hält diese Anleihen, weil er den laufenden Ertrag braucht.

Quast: Aber auch dann hätte er letztendlich eine negative Rendite, wenn die Zinsen steigen.

dpn: Ihre Schätzung für die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe zum Jahresende?

Quast: Sie dürfte leicht höher liegen, meiner Meinung nach wird sich aber nicht viel tun. Ich gehe von 1,6 bis 1,8 Prozent aus.

Eggerstedt: Ich kann mir 1,8 bis 1,9 Prozent vorstellen. Bei der Frage nach dem Motiv für den Kauf einer zehnjährigen Bundesanleihe sollte man nicht vergessen, dass etliche Anleger lange Laufzeiten brauchen, um



Clemens Quast leitet das Treasury der Sparda-Bank München. Deren Eigenanlagen belaufen sich aktuell auf rund 2,4 Milliarden Euro. Nach Ansicht des 46-jährigen Bankkaufmanns und Diplom-Betriebswirts (VWA) bieten die Staatsanleihen Belgiens, Italiens, Spaniens, Portugals und Irlands Chancen. Gut laufen sollten auch Covered Bonds. Quast bevorzugt Investments, die bei einem nur geringen Risiko einen guten Ertrag versprechen. Da solche Opportunitäten derzeit rar sind, hält er sein Pulver trocken und wartet auf passende Gelegenheiten.

ihre Verpflichtungsseite abzusichern. Das gilt zwar nicht für das Treasury einer Bank, wohl aber für Versicherungen und Pensionskassen. Und diese können den Durationshedge am besten mit einer langlaufenden Bundesanleihe darstellen, die außerdem auch eine hohe Liquidität bietet. Die anderen Gelder können sie dann in risikoreichere Anlagen wie Unternehmensanleihen und Aktien investieren.

Anders: Unsere Gremiensitzung im vergangenen Oktober kam zur Einschätzung, dass die zwei Prozent in diesem Jahr erreicht werden könnten, es aber eher nicht darüber hinausgehen wird. Allerdings haben wir in den vergangenen Jahren festgestellt, dass die überwiegende Zahl der Prognosen falsch war. Deshalb haben wir in unseren Portfolios Wertsicherungsstrategien eingeführt. Die Verlustvermeidung ist nach unserer Erfahrung die wichtigste Grundlage für einen absoluten Ertrag. Den starken Zinsverfall in den vergangenen Jahren hatte keiner der Asset Manager, mit denen wir zusammenarbeiten, auf dem Plan. Und im März des vergangenen Jahres hatte kein Mensch die Anleihen-Rallye im zweiten Halbjahr für möglich gehalten. Deshalb halte ich Prognosen nicht für besonders wertvoll.

Eggerstedt: Aber aktives Management kann auf solche Entwicklungen reagieren, besser als ein Wertsicherungsmanagement. Es gab Zeit genug für ein aktives Management, um in die Anleihen-Rallye des zweiten Halbjahres einzusteigen.

„Wir könnten mittelfristig in ein Japan-Szenario mit sehr niedrigem Wachstum hineinlaufen.“

Jörn Wasmund Deutsche Asset & Wealth Management

Anders: Wir haben nur dynamische Wertsicherungssysteme, die antizyklisch arbeiten. Diese Antizyklisch war bares Geld wert.

dpn: Sind wir bei der Eurokrise jetzt mit dem Schlimmsten durch?

Hagenstein: Die ganz großen Fat-Tail-Risiken haben wir hinter uns. Das Szenario eines Auseinanderbrechens des Euros sehe ich nicht mehr. Aber wir werden immer wieder politisch bedingte Rücksetzer erleben. Zum Beispiel hat Spanien noch einen starken Finanzierungsbedarf. Griechenland könnte noch einmal große Probleme bekommen. Außerdem sind die Mechanismen für die Bewältigung der Eurokrise zwar bereitgestellt, aber noch nicht aktiviert. Die EZB wird erst bei einem deutlichen Zinsanstieg in der Peripherie kaufen. Daher wird die Erholung nicht gradlinig erfolgen, sondern nur in Wellen. Die Märkte gehen oft positiv in das Jahr hinein – und dann kommt es doch zu Rücksetzern.



Bei den Unternehmensanleihen erwartet Jörn Wasmund in diesem Jahr nur eine Seitwärtsbewegung. Diese könnte auf Indexebene einen Gesamtertrag von 2,5 Prozent bringen, so der Co-Head Fixed Income der Deutschen Asset & Wealth Management für die Region Europa, Mittlerer Osten und Afrika (EMEA). Verglichen mit der Rendite deutscher Staatsanleihen wäre dies gleichwohl attraktiv, meint der 46-jährige promovierte Volkswirt. Die Deutsche Asset & Wealth Management verwaltet in Europa knapp 98 Milliarden Euro Zinsanlagen für institutionelle Anleger.

dpn: Und wo sehen Sie neue Gefahren?

Hagenstein: Wir werden wieder höhere Risiken bei den Einzeltiteln sehen. Zum Beispiel bei den Corporate Bonds, die zur Finanzierung eines Unternehmenskaufes ausgegeben werden (LBOs). Solche Risiken hatten in den vergangenen ein bis zwei Jahren keine so große Bedeutung. Künftig wird man auf sie im Management aber schnell und aktiv reagieren müssen.

dpn: Worin besteht für Sie das derzeit größte Risiko, Herr Wasmund?

Wasmund: Bei der europäischen Staatsschuldenkrise ist das Schlimmste sicherlich vorüber. Durch die Liquiditätsflut haben wir Zeit gewonnen. Aber die Probleme sind noch nicht gelöst. Zum Beispiel, wie wir von den hohen Schuldenständen langfristig wieder herunterskommen. Es gibt Sparprogramme der Regierungen. Wahrscheinlich werden sich die privaten Haushalte bei ihren Ausgaben ebenfalls stärker zurückhalten. Die Finanzinstitute können unter der neuen Regulierung nicht mehr so produktiv wirken. Daher könnten wir mittelfristig in ein Japan-Szenario hineinlaufen, in eine Dekade mit sehr niedrigem Wachstum. Vielleicht nicht für zehn, aber für fünf Jahre.

dpn: Was halten Sie von Herrn Rendebachs Vorschlag eines Kurzläufer-Portfolios aus den Peripheriestaaten?

Wasmund: Das hängt von der Risikoneigung des Anlegers ab. Und von seinen Alternativen. Ich würde ein solches Portfolio breiter diversifizieren. Zum Beispiel mit Anleihen aus den Emerging Markets oder auch Covered Bonds. Allerdings bringen Covered Bonds im Schnitt nur rund 1,7 Prozent laufenden Ertrag. Um höhere Renditen zu erzielen, müssen Sie die Titel aus Spanien nehmen. Diese stehen bei knapp vier Prozent.

Rendebach: Diversifikation ist gut und richtig. Aber man muss irgendwo seine Schwerpunkte setzen. Mein favorisierter Bereich ist und bleibt die europäische Peripherie. Die EZB wird meiner Meinung nach immer noch unterschätzt.

dpn: Herr Quast, halten Sie Anleihen aus der Peripherie in der Eigenanlage?

Quast: Wir befinden uns schon seit einiger Zeit in einem Risk-off-Modus und sind in solche Anleihen derzeit nicht investiert. Die Unsicherheit über die Frage, wann und wie die EZB eingreifen würde, ist uns zu hoch.

dpn: Welche Anleihenstrategien verfolgen Sie in der Eigenanlage?

Quast: Wir versuchen, einen guten Ertrag bei einem nur geringen Risiko zu erzielen. Zum Beispiel kauften wir Anfang 2012 Schuldverschreibungen von Landesbanken, als diese trotz der Gewährträgerhaftung nicht sehr beliebt waren und vergleichsweise niedrig notierten. Über einen passenden Swap sicherten wir das Zinsänderungsrisiko dieser Anleihen ab. Dennoch ergab sich ein attraktiver Renditeaufschlag gegenüber dem sechs-Monats-Euribor. Wir haben das dann noch gehebelt, indem wir am Markt Mittel zum Tagesgeldzinssatz Eonia aufgenommen haben. Die Landesbankanleihen konnten wir später mit schönen Kursgewinnen wieder verkaufen. Das verstehen wir unter einer verantwortbaren Strategie.

dpn: Haben Sie derzeit auch solche Anlageideen?

Eggerstedt: Die Spielräume sind enger geworden am Markt!

(Zustimmung in der Runde)

Quast: Ja, es ist deutlich enger geworden. Die Idee, einfach mal drei Monate lang die Füße stillzuhalten, defensiv anzulegen und von alten Coupons zu leben, klingt nicht besonders sexy. Dennoch kann sie eine sinnvolle Handlungsalternative darstellen. Sie hält das Pulver für die Zeiten trocken, in denen es wieder bessere Gelegenheiten und Investment-Chancen gibt.

Eggerstedt: In den vergangenen Jahren hat es durch die Finanzkrise und anschließend durch die Staatsschuldenkrise viele Verspannungen an den Märkten gegeben. Diese Opportunitäten sind inzwischen wieder deutlich seltener geworden.

„In den Emerging Markets ist das Umfeld viel besser als im Euroraum.“

Harald Eggerstedt Towers Watson

dpn: Wie sollten Anleger vorgehen, wenn sie solche Opportunitäten nutzen wollen?

Eggerstedt: Sie sollten ihre Anlagerichtlinien auf zu starke Beschränkungen bei den Ratings überprüfen und gegebenenfalls die Indizes anpassen. Wer dem Manager eine Benchmark aus AAA-Staatsanleihen vorgibt, sollte sich nicht darüber wundern, wenn dieser dann Italien und Spanien außen vor lässt. Die Anleger haben in diesem Bereich noch viel Arbeit zu leisten.

Hagenstein: Diese Rating-Beschränkungen wird es meiner Meinung nach weiterhin geben. Das große Risiko ist zwar aus dem Markt heraus. Trotzdem muss



Gerd Rendenbach sieht eine Möglichkeit, mit Zinspapieren in einem Jahr fast risikolos drei bis vier Prozent zu verdienen. Ein Mix aus italienischen, spanischen und portugiesischen Staatsanleihen mit rund drei Jahren Restlaufzeit werfe ungefähr drei Prozent laufenden Ertrag ab, erläutert der Leiter Fixed Income der Bayern Invest. Hinzu kämen noch Kursgewinne durch das Herunterrollen der steilen Zinskurve innerhalb des Jahres, so der 51-jährige Volkswirt. Bayern Invest managt rund 27 Milliarden Euro Renten für institutionelle Anleger.

man sich fragen, was beispielsweise eine weitere Herabstufung Spaniens auf BB – also High Yield – bedeutet. Die Anleihen würden dann zum Beispiel aus der Benchmark für unsere Privatanlegerfonds fallen. Das zieht natürlich auch die entsprechenden Bankanleihen mit herunter. Eine solche Herabstufung würde auch verhindern, dass internationale Investoren in den Markt zurückkommen. Die Anleger aus Großbritannien, Australien und den USA sind meiner Meinung nach noch gar nicht zurückgekehrt und halten sich bisher mit Anleihenkäufen im Euroraum zurück.

dpn: Herr Anders, wie sehen Sie die Lockerung der Rating-Beschränkungen?

Anders: In unseren Gremien sind die führenden Finanzhäuser vertreten. Bei der Sitzung im vergangenen Oktober fiel die Aussage: „Die Krise ist nicht vorbei. Wir sind im sechsten Jahr der Krise.“ Deshalb setzen wir weiterhin auf Sicherheit vor Renditeverbesserung und haben die Rating-Beschränkungen bisher nicht aufgehoben. Wir haben in unseren Gremien allerdings

auch Vertreter, die eigene Pensionskassen verantworten. Diese mussten dort die Ratings deutlich nach unten setzen, um ihre Ertragsziele überhaupt noch zu erreichen.

dpn: Wir haben bisher viel über Eurorenten gesprochen. Wie schätzen Sie die Emerging-Markets-Anleihen ein?

Eggerstedt: In den Emerging Markets ist das Umfeld natürlich viel besser als im Euroraum – allein schon wegen der Demografie und des Wachstumspotenzials. Vielleicht gibt es eine Abflachung der Dynamik, aber ein Ende ist noch nicht in Sicht. Das dürfte sich in der Qualität der Anlagen widerspiegeln und auch in der Stärke der Währungen. Offene Währungspositionen in Schwellenländern sind – intelligent gemanagt – auf lange Sicht bestimmt sinnvoll. Schwieriger sieht es bei den Dollaranleihen aus den Emerging Markets aus. Dort ist der Renditeaufschlag oft schon sehr gering. Wenn eine mexikanische Anleihe sehr viel teurer ist als eine italienische, stellt sich die Frage, ob ein solches Investment sinnvoll ist ...

Hagenstein: ... der Schuldenstand ist in Mexiko natürlich sehr viel geringer.

dpn: Ist die Nachfrage der Investoren für Emerging-Markets-Anleihen weiterhin vorhanden?

Wasmund: Die Emerging-Markets-Anleihen sind immer noch ein ganz großes Thema. Wir sehen immer mehr Anfragen, die in diese Richtung gehen – und zwar nicht nur aus Europa, sondern auch aus Asien

oder von großen Versicherungsunternehmen, die weltweit agieren. Für die Emerging-Markets-Anleihen spricht die positive Entwicklung bei den Ratings, beim Wachstum und der niedrige Schuldenstand. Er beträgt im Durchschnitt nur etwa 40 Prozent, verglichen mit den rund 100 Prozent in Industrieländern. Das sind attraktive Voraussetzungen für ein Investment. Die Gefahren bestehen in einer Überhitzung der Märkte und in einer Überforderung der Governance-Strukturen in diesen Ländern. Das muss man sich genau anschauen.

Rendenbach: Langfristig ist der Trend in den Emerging Markets absolut in Ordnung. Kurzfristig ist das Thema meiner Meinung nach allerdings ein wenig überhitzt. Risiken – zum Beispiel politischer Art in einigen Ländern – werden eher unterschätzt. Früher war dies noch ein Thema. Heute wird oft nur noch auf den Schuldenstand geschaut und dann investiert.

dpn: Was macht Ihr Haus konkret?

Rendenbach: Wir haben uns dem Thema im vergangenen Jahr stärker zugewandt und auf Indexbasis einen Publikumsfonds für Emerging-Markets-Anleihen aufgelegt, damit unsere Kunden dieses Segment in ihren Spezialfonds beimischen können. In Kürze wird ein indexbasierter „Emerging Markets Corporate Bond“-Fonds die Produktpalette erweitern.

Hagenstein: Sind das ausschließlich Hartwährungen oder mischen Sie es mit lokalen Währungen aus den Emerging Markets?

Rendenbach: Nur Hartwährungen und indexbezogen. Aktives Management bei Emerging-Markets-Anlagen betreiben wir nur in Ausnahmefällen als Beimischung in einzelnen absolut orientierten Mandaten.

Hagenstein: Gerade bei den lokalen Währungen der Emerging Markets bestehen teilweise erhebliche Länderrisiken. Ich hatte schon die Beispiele Brasilien und Südafrika genannt. Deshalb muss man bei solchen Währungen mit Risikobudget arbeiten und das Portfolio ausreichend streuen. Was über drei Jahre aussichtsreich ist, verliert möglicherweise über sechs Monate mehr, als ein Investor es sich leisten kann. Das erweiterte Osteuropa ist sicherlich noch attraktiv. Aber Ungarn weist ein erhebliches Risiko aus. Es ist eines der instabilsten Länder. Deshalb ist eine genaue Analyse unverzichtbar. Ansonsten könnte der Mehrertrag bei den Zinsen für ein Jahr über die Währung innerhalb von zwei Wochen weg sein.

dpn: Herr Anders, Sie haben bereits 15 Prozent Ihrer Anleihen in den Emerging Markets. Wollen Sie das weiter aufstocken?

Anders: Wir haben das im vergangenen Jahr bereits aufgestockt und sind jetzt an unserer Obergrenze. Der größte Teil ist in lokale Währungen investiert. Die Fonds notieren in US-Dollar, der gegen den Euro gehedgt ist. Die lokale Emerging-Markets-Währung ist es jedoch nicht. Wo haben wir ein Wachstum wie in China?

„Bei den Währungen der Emerging Markets bestehen teilweise erhebliche Länderrisiken.“

Frank Hagenstein | Deka Investment

dpn: Herr Quast, sind Anleihen aus den Schwellenländern ein Thema für die Eigenanlage der Sparda-Bank München?

Quast: Wir haben im vergangenen Jahr die „Prinzipien für verantwortliches Investieren der Vereinten Nationen“ (UNPRI) unterzeichnet. Dadurch fallen für uns viele Emerging Markets aus dem Anlageuniversum heraus. Dies hat nicht nur ethische, sondern auch handfeste ökonomische Gründe: Die Risiken, die beispielsweise durch politische Instabilität, Menschenrechtsverletzungen und Korruption in vielen Ländern bestehen, sind uns zu groß.

dpn: Wäre dann ein Investment etwa in Polen nicht etwas für Sie?

Quast: Bis vor etwa zwei Jahren waren wir tatsächlich in Polen und in Ungarn investiert. Wir haben diese Positionen noch rechtzeitig abgebaut und waren dadurch bei den ganz großen Problemen nicht dabei. Ich will auch gar nicht ausschließen, dass solche Investments nicht auch irgendwann wieder auf der Agenda stehen könnten.

dpn: Wie lange wird die Niedrigzinsphase noch anhalten? Wann werden wir wieder vier Prozent bei einer zehnjährigen Bundesanleihe sehen?

Eggerstedt: Das wird noch lange dauern. Das Wachstumsszenario unterstützt einen solchen Zins auf absehbare Zeit nicht. Man wird sich bis dahin mit den Renditeaufschlägen für Unternehmensanleihen und ähnlichen Anlagen über Wasser halten müssen. Zum Beispiel nehmen auch die Direktplatzierungen bei den Darlehen wieder zu ...

dpn: ... Sie sprechen die Schuldscheindarlehen von Unternehmen an ...

Hagenstein: ... wobei diese auch nicht sehr viel mehr Rendite bringen.

dpn: Ein Ende der Niedrigzinsphase durch eine Bundesanleihe mit vier Prozent sehen Sie auch nicht, Herr Hagenstein?

Hagenstein: Die Wachstumsraten und die Inflation unterstützen derzeit keine vier Prozent bei der Bundesanleihe.

Rendenbach: Die vier Prozent kann



Nach Beobachtung von Harald Eggerstedt, Senior Investment Consultant bei Towers Watson, machten viele Anleger die Anleihen-Rallye im vergangenen Jahr nicht voll mit, weil sie in der Finanzkrise ihr Anlageuniversum eingeschränkt hatten. Dadurch partizipierten sie nicht an der Kurserholung der Peripherieanleihen und Finanztitel. Eine entsprechende Lockerung der Anlagerichtlinien und Anpassung der Benchmarks für die Rentenmanager hält der 53-jährige promovierte Volkswirt deshalb für eine wichtige Performance-Quelle im laufenden Jahr.

man sich nur vorstellen, wenn es ein sehr starkes Anziehen der Inflation gibt ...

Hagenstein: ... aber dafür müsste das Wirtschaftswachstum auch in Italien und Spanien zwei oder drei Prozent im Jahr betragen – und das ist derzeit nicht absehbar ...

Rendenbach: ... genau, dafür bräuchte es einen sehr starken Konjunktur-Boom. Der Faktor Arbeit wird ansonsten günstig bleiben. Und ohne deutlich anziehende Löhne wird es auch keine starke Inflation geben. Allerdings haben sich die Notenbanken in ein komplettes Neuland begeben. Keiner weiß, was dort herauskommt. Vielleicht findet die Liquidität doch noch einen Weg in den Wirtschaftskreislauf und die Banken beginnen, ihre Kredite wieder stark auszuweiten. Dann könnte es doch eine höhere Inflation und massiv steigende Zinsen geben. Das ist aber kein Thema für 2013, sondern wäre frühestens in zwei oder drei Jahren möglich.

dpn: Wie lange muss ein Anleger noch mit niedrigen Zinsen auskommen?

Rendenbach: Wenn wir alles als Niedrigzinsphase bezeichnen, was unter der Marke von drei Prozent bei der zehnjährigen Bundesanleihe liegt, dann wird das mindestens noch in den nächsten beiden Jahren der Fall sein, also 2013 und 2014.

dpn: Herr Wasmund, wie sehen Sie dies?

Wasmund: Ich denke nicht, dass wir in der Eurozone einen solchen Anstieg der Inflation sehen werden. In den Peripherieländern könnten die Sparanstrengungen sogar dazu führen, dass wir dort sinkende Preise sehen. In Deutschland sieht das etwas anders aus. Deshalb gibt es eine starke regionale Differenzierung innerhalb der Eurozone. In den nächsten Jahren sehe ich in der Eurozone insgesamt eher japanische Verhältnisse, also relativ niedriges Wachstum, Zinsen und Inflation.

„Die Zinsen werden noch mindestens drei Jahre lang sehr niedrig bleiben.“

Clemens Quast Sparda-Bank München

Rendenbach: An ein Japan-Szenario mit sehr niedrigen Zinsen über fünf bis zehn Jahre glaube ich nicht. Ich bin nicht der große Konjunkturpessimist. In China wird es kein Hard Landing geben. Das Land wird weiterhin ein Konjunkturmotor sein. Die anderen Emerging Markets ebenso. Auch die USA entwickeln sich zunehmend besser. Es wird völlig unterschätzt, dass die USA auf mittlere Sicht zu einem Netto-Ölexporteur werden könnten. Damit wird der private Konsum in den USA sehr viel mehr Raum haben. Es gibt also eine ganze Menge positive Tendenzen. Das könnte dazu führen, dass die Konjunktur besser läuft und die Notenbanken



Das Deutsche Stiftungszentrum setzt seit einiger Zeit neue Schwerpunkte in der Anlagepolitik, berichtet Geschäftsführer Peter Anders. Basierte die Investment-Strategie vor Jahren noch überwiegend auf Staatsanleihen, nehmen diese inzwischen mit einem Anteil von 20 bis 25 Prozent des Vermögens nur noch eine untergeordnete Rolle ein, erläutert der 57-jährige Bankkaufmann. Stattdessen hat das Zentrum, das rund 2,5 Milliarden Euro für 570 Stiftungen verwaltet, den Anteil der Pfandbriefe, Firmen-Bonds, Emerging-Markets-Anleihen und Aktien ausgebaut.

irgendwann die Reißleine ziehen müssen. Und dass wir irgendwann dann auch wieder höhere Zinsen bekommen könnten.

dpn: Was haben Sie heute gelernt? Was war für Sie heute der wichtigste Aspekt?

Wasmund: Der weitgehende Konsens hier am Tisch, dass die insgesamt sehr positive Grundstimmung an den Rentenmärkten anhalten dürfte. Das höre ich als Rentenfondsmanager natürlich gerne. Zugleich lässt das bei mir aber auch die Warnleuchten angehen. In manchen Anlageklassen ist die Liquidität immer noch niedrig. Wir müssen deshalb darauf hoffen, dass Investoren nicht anfangen, in die andere Richtung zu laufen.

Hagenstein: Die Runde hat gezeigt, dass man nicht alle Investoren über einen Kamm scheren kann. Unterschiedliche Anlagehorizonte oder auch spezielle Nachhaltigkeitsansätze führen dazu, dass die Investoren verschiedene Anlageideen verfolgen. Für einen Asset Manager dürfte es deshalb wichtig sein, dass er dazu jeweils einen passenden Investment-Stil anbieten kann.

Eggerstedt: Die Diskussion über die Euroanleihen hat verdeutlicht, dass es erhebliche Fortschritte bei der Bewältigung der Krise gibt. Anleger brauchen bei ihren Investments in diesem Bereich nicht mehr alle Risiken zu meiden. Gleichwohl bleibt das Niedrigzinsumfeld eine große Herausforderung. Für viele Anleger wird es sehr eng, wenn sie ihre Ziele erreichen wollen.

Quast: Der breite Konsens, dass die Zinsen jetzt unten angekommen sind und demnächst wieder steigen werden. Und weil ich solchen klaren Mehrheitsmeinungen misstrauere, gehe ich davon aus, dass die Zinsen noch mindestens drei Jahre lang sehr niedrig bleiben werden.

Rendenbach: Dass ich den Konservatismus vieler Anleger in Deutschland nicht unterschätzen sollte. Ich bin ein Freund der Peripherieanleihen, aber es scheint eine ganze Menge Gründe dafür zu geben, dass Anleger bei AAA-Papieren bleiben – gleich, wie niedrig der damit verbundene Zins auch ist. Den breiten Konsens in einigen Fragen halte ich nicht für bedenklich, denn es kommt auf die konkrete Positionierung an. Viele Anleger haben einen Konsens, sind in ihren Portfolios aber ganz unterschiedlich aufgestellt.

Anders: Ich sehe mich durch dieses Gespräch darin bestätigt, die große Freiheit zu nutzen, die Stiftungen bei der Vermögensanlage haben. Also weniger Renten zu halten und dafür mehr Immobilien mit vier Prozent Mietertrag im Jahr und mehr Aktien mit vier Prozent Dividendenrendite. ■