

Flexibilität ist der Schlüssel zum Anleihenrätsel

Die Situation an den Finanzmärkten ist gegenwärtig nicht zuletzt aufgrund des unsicheren politischen Umfelds besonders komplex und die Zukunft schwer prognostizierbar. Wie man am besten mit dieser Situation umgeht und wie man ein Portfolio entsprechend erfolgversprechend strukturiert, erläutert Valentijn van Nieuwenhuijzen von ING Investment Management.



Interview mit
Valentijn van Nieuwenhuijzen
Head of Strategy
Strategic Asset Allocation Group
ING Investment Management

PRIVATE: Herr van Nieuwenhuijzen, wie beurteilen Sie die momentane Situation für einen Fixed-Income-Investor, welcher sich in einer Zwickmühle befindet zwischen Sicherheit um jeden Preis und der Notwendigkeit, eine angemessene Rendite und Erträge zu erwirtschaften?

Van Nieuwenhuijzen: Die momentane Situation verlangt nach Flexibilität. Erkennen, welche Kräfte auf den Markt wirken und sich unter Berücksichtigung der Fundamentaldaten und der Reaktionen der Investoren richtig zu positionieren, ist keinesfalls ein Kinderspiel.

Hohe politische Unsicherheit bleibt momentan bestehen. Die jüngsten Ent-

wicklungen in Europa haben gezeigt, dass sich ein weiteres Hin und Her zwischen Politikern im Norden und in Griechenland abzeichnet. Dies wird von den Finanzmärkten am wenigsten geschätzt, da das Ergebnis kaum vorhersehbar ist. Resultat ist eine Risikoaversion, welche höchstwahrscheinlich auch bestehen bleibt, solange die Unsicherheit in der Eurozone anhält. Denn in diesem politischen Spiel sind die Wetteinsätze hoch. Tatsächlich sind diese so hoch (Anarchie in Griechenland, soziale Unruhen, Ansturm auf die Banken und Kapitalflucht in andere Länder im südlichen Europa), dass ein politischer Kompromiss als rationales Ergebnis dieses Spiels erscheint, nachdem die Wunden der griechischen Wahlen verheilt sind. Bis diese Wunden verheilt sind, dominiert Kapitalerhalt, und liquide und relativ sichere Anlagen werden die Populärsten bei den Anlageentscheidungen bleiben.

PRIVATE: Denken Sie, dass Experten die Folgen eines allfälligen Austritts Griechenlands aus der Eurozone überschätzen?

Van Nieuwenhuijzen: Ein bekannter Mangel bei der menschlichen Entscheidungsfindung ist die Überschätzung grosser, einflussreicher Ereignisse, die kurzfristig eintreten können. Somit könnte es gut sein, dass die Finanzmärkte vom Risiko eines Ausscheidens Griechenlands aus der Eurozone oder des Zerfalls des Euro nicht geschützt werden können. Gleichzeitig muss anerkannt werden, dass diese Krise den Zeitpunkt schon lange überschritten hat, wo rationale Erwartungen den besten Weg zur Beurteilung zukünftiger politischer Lösungen darstellen. Aus diesem Grund könnte ein weniger kooperatives Gleichgewicht auf dem Rücken emotionaler oder populistischer Politikentscheidungen zustande kommen und erhebliche Implikationen für die Finanzmärkte und die Wirtschaft hervorrufen. Es ist eher unwahrscheinlich, dass ein solches Ereignis bereits in den Finanzmärkten eingepreist ist (auch wenn die Wahrscheinlichkeit, dass es eintritt, überschätzt wird), oder dass eine Ausweitung auf den Rest von Europa (durch die Finanzmärkte und die Realwirtschaft) vermieden werden kann, falls es stattfinden wird.

Momentan bewegen sich die «peripheren» Obligationenmärkte so nah zusammen wie noch nie im Jahr 2012, und bei einem «No-Deal»-Ausgang ist es wahrscheinlich, dass soziale Unruhen, Kapitalflucht und Kollateralschäden bei den Haushalten und dem Vertrauen in die Konjunktur anderer europäischer Länder eintreten. Somit wird der Investmenthorizont durch Unsicherheit und erhöhtes Verlustrisiko ergänzt.

PRIVATE: Heisst das für Ihre Fixed-Income-Allokation, dass Sie von einem Ausstieg Griechenlands aus der Eurozone ausgehen?

Van Nieuwenhuijzen: Wir setzen nicht auf einen Ausstieg Griechenlands aus der Eurozone, denn dies ist nicht unser Basis-Szenario. Nichtsdestotrotz nehmen wir eine vorsichtige Haltung ein, da unsere Basis-Szenario-Vorhersage von erhöhten Risiken umgeben ist. In risikoaversen Märkten tendieren wir vermehrt zu Staatsanleihen und sind vorsichtig bei Unternehmensanleihen. Neben der Tatsache, dass wir erwarten, dass Staatsanleihen von «Tail-Risk Hedging» profitieren werden, sehen wir auch eine erhöhte Unterstützung für Staatsanleihen im jetzigen Investitionsumfeld. Das Investorenvertrauen schwindet weiter, das kurz- und mittelfristige Momentum steigt und Zuflüsse bleiben unterstützend.

Obendrauf sprechen negative Datenpublikationen sowie fallende Rohstoffpreise zusätzlich für fallende Staatsanleihen-Renditen. Offensichtlich sind die Bewertungen weniger unterstützend, dies ist aber eher ein mittelfristiges Thema als ein wirklich guter kurzfristiger Zeitindikator.

PRIVATE: Wie beurteilen Sie in diesem Zusammenhang die Bewertung und die jetzige Risikoprämie von Unternehmensanleihen?

Van Nieuwenhuijzen: Die Beurteilung der Risikoprämie ist immer ein Faktor zur Beurteilung der relativen Attraktivität einer Anlageklasse. Wir betrachten die jetzige, hohe Risikoprämie bei Unternehmensanleihen als Resultat von Allzeittiefs der Geld- und Staatsanleihen-Renditen. Für Unternehmensanleihen ist ein höheres Eurokrise-Risiko negativ zu werten. Zusätzliche Dynamik hat eingesetzt für eine vorsichtiger Haltung gegenüber Unternehmensanleihen. Bis vor kurzem haben sich Unternehmensanleihen bemerkenswert gut gehalten, vor allem wenn man die Turbulenzen in anderen Sektoren (Aktien,

Rohstoffe) am Finanzmarkt betrachtet. Allerdings ist das kurzfristige Momentum Mitte Juni das erste Mal dieses Jahres negativ ausgefallen. Die Kombination von Überraschungen bei der Publikation schwacher Daten und schwachem Investorenvertrauen kann einen noch grösseren Rückschlag für die Spreads verursachen als schon zuvor in diesem Jahr. Anders ausgedrückt können fair bewertete Papiere noch billiger werden.

PRIVATE: Sind Ihre Fundamentaldaten nicht mehr unterstützend? Und was ist Ihrer Ansicht nach die richtige Anlagephilosophie?

Van Nieuwenhuijzen: Kurzfristige Vorsicht, um das Verlustrisiko zu minimieren, schliesst die Tatsache nicht aus, dass die erwähnten Anlageklassen mittelfristig nach wie vor von unterstützenden Fundamentaldaten auf Unternehmens-, aber auch auf Emerging-Markets-Ebene profitieren. Der Markt interpretiert diese jedoch anders als früher. Dies ist der Grund, warum Flexibilität mehr denn je gefragt ist im Portfolio Management.

Investoren müssen fähig sein, während risikoaversen Zeiten schnell auf Kapitalerhalt zu wechseln und umkehrt, wenn sich Möglichkeiten bieten, attraktive Opportunitäten mit risiko-reicheren Anlagen einzufangen. Es macht wenig Sinn, dass Investoren sichere Staatsanleihen zu solch tiefen Renditen halten, wenn eine umfassende und nachhaltige Lösung in der EU-Krise erreicht wird. Sie sollten risikofreudiger agieren. Ähnlich wie im letzten Quartal 2011 könnten wir einen massiven Kapitalzufluss in risiko-reichere Obligationen beobachten.

Ein frühes Erkennen dieser Bewegung, zusammen mit der richtigen Beurteilung der profitablen Segmente in Bezug auf das Rendite/Risiko-Profil macht den Unterschied, ob man mit oder vor dem Finanzmarkt schwimmt. Unser gegenwärtiger Fixed-Income-Investitionsprozess hat diese Flexibi-

lität und berücksichtigt Fundamental-daten und Dynamiken unter einem strikten Risikomanagement. Ausserdem spielt die Beurteilung von aktuellen Themen im Finanzmarkt bei uns eine grosse Rolle.

Um eine gewisse Distanz zum Marktrisiko zu bewahren und gewisse Positionen nur einzugehen, wenn wir wirklich davon überzeugt sind (und gleichzeitig aber auch, falls es die Umstände verlangen, in Geldmarktprodukte zu investieren), haben wir einen Total-Return-Ansatz im Bereich Obligationen entwickelt. Die Philosophie hinter dieser Methode ist dieselbe wie in unserem Multi-Asset Total-Return-Fonds. Wir sind davon überzeugt, dass der Total-Return-Ansatz die richtige Methode ist, um Risikominimierung und Opportunitäten unter einen Hut zu bringen.

PRIVATE: Wie allozieren Sie das Risiko innerhalb der Spreads? Welche Anlagen bevorzugen Sie? Bei welchen sind Sie skeptisch?

Van Nieuwenhuijzen: Innerhalb der Spreads sind wir nach wie vor vorsichtig bei Investitionen in Europa. Die Kombination mit einem schwächer werdenden relativen Rendite-Momentum auf Anlagen in Asset-Backed Securities (ABS) führte zu unserer momentan grössten Untergewichtung, nämlich bei ABS-Anlagen mit einem AAA-Rating in Europa. Des Weiteren sind wir skeptisch gegenüber den Emerging-Markets-Währungen, weil diese weiterhin sensitiv auf Risikoaversion reagieren und keine Unterstützung durch abklingende Inflation und eine lockere Geldpolitik der Zentralbanken in der Region erhalten.

Wir gehen davon aus, dass die grösste Performance mit High-Yield- und Emerging-Markets-Hartwährungen erzielt werden kann (EMD HC). Bis vor kurzem haben wir EMD HC gegenüber High Yield präferiert; stärkere relative Renditen und Neugeldzuflüsse in den High-Yield- und Senior-Loans-Bereich rechtfertigten jedoch ein Upgrade des High-Yield-Sektors.

valentijn.van.nieuwenhuijzen
@ing.com
www.ingim.ch

Flexibilität ist mehr denn je gefragt
im Portfolio Management.