

Die Quadratur des Kreises: Festverzinsliche zwischen Rendite und Sicherheit



Interview mit Ewout van Schaick
Head of Portfolio Management
Strategy and Asset Allocation Team
ING Investment Management

PRIVATE: Investoren in festverzinsliche Papiere befinden sich seit mehreren Monaten in einem Dilemma zwischen der «Suche nach Rendite» und der «Notwendigkeit von Sicherheit». Das klingt nach der Quadratur des Kreises.

Van Schaick: Das Dilemma wurde sogar noch verstärkt. In mehreren europäischen Ländern hat sich die Zinskurve am kurzen Ende ins Negative verschoben. Dies unterstreicht, dass im schwierigen Wirtschaftsumfeld und nicht zuletzt aufgrund der anhaltenden Eurokrise viele Investoren ihre Ersparnisse noch immer dem Staat anvertrauen. Dies trotz steigenden Budgetdefiziten und einer Verschlechterung des Verhältnisses zwischen Staatsschulden und Bruttosozialprodukt.

PRIVATE: Das Leben der Investoren wird also nicht einfacher?

Van Schaick: In der Tat. Im aktuellen Umfeld investieren nicht nur die traditionell risikoscheuen Anleger in defensive Anleihen. Kapitalflüsse auf der Aktienseite bleiben bescheiden, da die Investoren noch nicht an eine baldige

Entschärfung der politischen und wirtschaftlichen Lage glauben. Darüber hinaus führt die Einführung von Solvency II und Basel III zu einer Erhöhung der Kapitalkosten für den Besitz risikoreicher Anlagen. Institutionelle Investoren, wie zum Beispiel Versicherungen, bewegen sich weg von den Aktien und vermehrt in Anleihen. Infolgedessen herrscht bei relativ sicheren Anleihen mit höheren Renditen im Fixed-Income-Universum ein ziemliches Gedränge.

Im Umfeld tiefer Renditen mit zum Beispiel 10jährigen deutschen Bundesanleihen zwischen 1,16% und 1,6% oder dem Eidgenossen bei 60 Basispunkten ist es nicht überraschend, dass Corporate Investment Grade, Corporate

High Yield sowie Emerging-Markets-Anleihen höhere Kapitalzuflüsse verzeichnen.

Aber viele Investoren, ob private Anleger, Vermögensverwalter oder Institutionelle, haben schon immer einen substanziellen Teil ihres Portfolios in «sicheren» Anlagen gehalten. Dabei wurden mehrheitlich Staatsanleihen industrialisierter Volkswirtschaften bevorzugt, die in der Vergangenheit vor Kapitalausfällen in turbulenten Zeiten zu schützen vermochten.

PRIVATE: Wie kann man das Bedürfnis nach Sicherheit und die Suche nach hoher Rendite kombinieren?

Van Schaick: Die heutige Situation erfordert eine Investitionslösung, welche klar zwischen sicheren und risikoreicheren Anlagen unterscheidet und dynamisch zwischen beiden Kategorien alloziert. Gleichzeitig müssen die Kapitalerhaltung und das Ziel einer Rendite über derjenigen von Sichtgeld berücksichtigt werden. Bei diesem Ansatz muss, im Gegensatz zu den benchmarkorientierten Verfahren, nur dann Risiko eingegangen werden, wenn es auch entschädigt wird. Der Beurteilung und Überwachung der Risiken muss entsprechend hohe Aufmerksamkeit geschenkt werden – sowohl für

risikoarme wie für risikoreichere Anlagen.

PRIVATE: Denken Sie, dass Staatsanleihen, welche als sicher betrachtet werden, risikoreicher werden?

Van Schaick: Im heutigen Umfeld ist absolute Sicherheit nicht mehr gewährleistet. Dies trifft auch auf die Staatsanleihen zu. Statische Allokationen in einen oder mehrere Staaten in Form von Anleihen führen nicht mehr zu Kapitalerhaltung und Diversifikation. Infolge der Eurozonenkrise können Staaten, welche heute als sicher gelten, morgen als Risikostaaen eingestuft oder sogar zahlungsunfähig werden. Investitionen in Staatsanleihen können durchaus mit Risiken und potenziellem Kapitalverlust behaftet sein. Gleichzeitig kann der erwartete Diversifikationsnutzen der Staatsanleihen teilweise oder gar gänzlich schwinden.

PRIVATE: Dies ist eine weitere Herausforderung für die Investoren. Was empfehlen Sie?

Van Schaick: ING Investment Management hat eine neue Methode entwickelt, welche ein global diversifiziertes Portfolio von Staatsanleihen konstruiert. Der erste Schritt besteht darin, nicht die sicheren Anlagen, sondern die sichersten unter allen Möglichkeiten zu identifizieren. Diese weisen das kleinstmögliche Konkursrisiko, hohe Liquidität und einfache Handelbarkeit auf. Zweitens wird das Portfolio nicht statisch nach Marktvolumen oder Rating-Kriterien konstruiert, sondern vielmehr dynamisch und global diversifiziert.

Die Herausforderung ist eine zeitgerechte und intelligente Identifikation derjenigen Länder und Regierungen, welche mit grösster Wahrscheinlichkeit vom Finanzmarkt als kreditwürdig und vertrauenswürdig eingestuft werden. Eine Analyse der Fundamentaldaten reicht dabei nicht aus. Die Liquidität muss genau beobachtet und beurteilt werden, da diese negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft haben und allenfalls zu Insolvenzen führen

kann. Des Weiteren muss die Fähigkeit der Länder beurteilt werden, ob sie ihren Verpflichtungen nachkommen können und wollen. Da keiner der Parameter über die Zeit konstant ist, muss die Analyse selber sich den Gegebenheiten anpassen. Nur unter diesen Voraussetzungen wird ein Staatsanleihen-Portfolio mit dem «Sicherheits-siegel» ausgezeichnet.

PRIVATE: Dieser Ansatz scheint die Forderung nach Sicherheit von den Investoren zu erfüllen. Was ist nun mit der Suche nach Rendite?

Van Schaick: Wir sind davon überzeugt, dass gut diversifizierte Portfolios im Kapitalmarkt ausserhalb der Staatsanleihen derzeit immer noch attraktiv sind. Unternehmensanleihen sind sowohl im tieferen Bonitätssegment, sprich High Yield, als auch im Investment-Grade-Bereich interessant. Unternehmen wie Investoren profitieren von niedrigen Konkursraten und gesunden Bilanzen.

PRIVATE: Denken Sie, dass diese Anlageklassen weiterhin attraktive Ertragsmöglichkeiten bieten?

Van Schaick: Obwohl generell Anleihen mit Aufschlägen klar unter ihrem Höchstkurs nach dem Lehman-Konkurs 2008 liegen, sind sie immer noch überdurchschnittlich attraktiv. Das gegenwärtig langsame globale Wachstum, niedrige Zinsen und solide Fundamentaldaten der Unternehmen unterstützen die Ansicht, dass noch einiges an Wert dazugewonnen werden kann. Die Unternehmen bleiben profitabel und konnten in den letzten Quartalen den Verschuldungsgrad weiter reduzieren. Des Weiteren sind kurzfristig Refinanzierungsbedürfnisse eher gering und (erwartete) Konkurse sowie Rating-Herabstufungen im historischen Vergleich selten.

Jüngste Entwicklungen sollten auch das Investment-Grade-Segment unterstützen. Wir sind überzeugt, dass das positive Resultat beim letzten Eurogipfel und der Fortschritt hinsichtlich mehr Transparenz im europäischen Bankensektor diesen Sektor positiv beeinflussen wird. Aus diesem Grund stufen wir europäische Investment-Grade-Anleihen als positiv ein.

Anleihen aus Schwellenländern mit niedrigerem Verschuldungsgrad und höheren Wachstumsperspektiven im Vergleich zu entwickelten Märkten bieten zusätzliche Möglichkeiten – insbesondere Emerging-Markets-Debt in Hartwährungen, die sich als resistente Anlagen während der Eurokrise beweisen konnten.

PRIVATE: Ein Portfolio mit High-Yield-Anleihensklassen liefert offensichtlich eine Antwort auf die Suche der Investoren nach höheren Renditen. Ist dies jedoch ausreichend in einem volatilen und unsicheren Umfeld?

Van Schaick: Eine statische Methode, bei welcher High-Yield-Anlageklassen kombiniert werden, kann sich in Bezug auf die Erwartungen der Investoren als ungenügend erweisen. Es gilt zu berücksichtigen, dass Investoren mehr denn je in solch schwierigen Zeiten mit niedrigen Renditen und hoher Volatilität stabile und positive Renditen anstreben. Grössere negative Performance wird heutzutage nicht mehr akzeptiert. Gleichzeitig wird der Investmenthorizont verkürzt. Langfristige Performance ist nicht mehr die einzige Referenz – kurzfristige Performance ist ebenso wichtig.

Aus diesem Grund können Total-Return-Strategien attraktive Lösungen für Investoren sein. Ohne auf einen Benchmark zu zielen, werden Investitionen mit dem besten Risiko/Rendite-Verhältnis innerhalb der verschiedenen Anlageklassen getätigt. Des Weiteren wird nur Risiko eingegangen, welches auch ausreichend belohnt wird.

PRIVATE: Wie kann die Total-Return-Methode in den risikoreicheren Fixed-Income-Kategorien umgesetzt werden?

Van Schaick: Wenn die Total-Return-Methode bei den High-Yield Fixed-Income-Kategorien angewendet wird, ergibt sich kein Portfolio, welches auf statischen Gewichtungen basiert. Im Gegenteil: Die konstante Überprüfung der besten Opportunitäten und ein dynamisches Risikomanagement führen zu einem flexiblen Portfolio, bei welchem immer nach den besten Investitionsmöglichkeiten gesucht wird.

Neben der dynamischen Allokation innerhalb der Anlageklassen kann mit

einer fundamentalen «Bottom-up»-Auswahl innerhalb der Anlageklassen zusätzlich Wert generiert werden. Ohne sich auf einen Benchmark zu konzentrieren, kann der Portfolio Manager Positionen eingehen, von welchen er vollends überzeugt ist. Um Verluste zu verhindern, ist sicherlich eine laufende Analyse notwendig, und gleichzeitig gilt es, die Liquidität der Emittenten im Auge zu behalten.

PRIVATE: Total-Return-Lösungen geben dem Fondsmanager offensichtlich viel Manövrierraum. Wie kann diese Freiheit speziell jetzt, in diesen volatilen Märkten, unter Kontrolle bleiben?

Van Schaick: Ein umfassendes und effektives Risikomanagement ist ganz entscheidend. Wir sind überzeugt, dass die übliche Vorgehensweise, nämlich Risikomanagement erst auf der letzten Stufe des Investitionsprozesses anzuwenden, nicht ausreicht. Die Multi-Asset-Strategien von ING Investment Management implementieren Risikomanagement auf allen Stufen des Investitionsprozesses, angefangen bei der Anlageidee bis hin zur Portfoliokonstruktion. Somit werden Risiken nicht unterschätzt. Ausserdem verlassen wir uns bei der Portfoliokonstruktion nicht bloss auf Korrelationen, da diese über die Zeit instabil sind und zur Überschätzung der Diversifikation neigen.

PRIVATE: Zusammenfassend, was raten Sie den Anlegern?

Van Schaick: Im aktuellen Umfeld niedriger Renditen muss insbesondere dem Zinsrisiko Beachtung geschenkt werden. Aber auch weitere Komponenten wie Währungs-, Kredit- und Inflationsrisiken müssen zeitnah beobachtet und dynamisch verwaltet werden.

Aus diesem Grund plädiere ich für einen flexiblen Allokationsansatz, mit dem Ziel, eine stabile und positive Rendite über derjenigen von Sichteinlagen zu erwirtschaften. Risiken dürfen nur bewusst eingegangen werden und nur, wenn eine adäquate Entschädigung dafür erhalten wird. Die bewusste dynamische Allokation der Risikobudgets ist der Schlüssel zur Quadratur des Kreises.

ewout.van.schaick@ingim.com
www.ingim.ch