



Investment Strategy & Research

1. Ausgabe Oktober 2012

IS & R Investment-Research

Niedrigzinsumfeld, Risiken verschiedener Anleihemärkte, Euro-Rettung

**Ein Interview mit Ralph Gasser,
Senior Product Specialist Fixed Income
Swiss&Global Asset Management in Zürich**

Interviewdatum: 4.10.2012

In der Rubrik ›IS&R Investment-Research‹ befragt die IS&R GmbH ausgewiesene Experten aus der Branche zu den Märkten, Handelssystematiken und Fondsansätzen.

Sofern in dieser Rubrik einzelne Produkte genannt oder erklärt werden, dient dies ausschließlich der Information und Aufklärung und stellt keinesfalls eine Kauf- oder Verkaufsempfehlung dar.



IS & R Investment-Research

Ralph Gasser ist ein Spezialist für die Rentenmärkten. Ich habe von ihm unzählige Fachvorträge gehört und mich immer wieder ausführlich zu der Situation an den Rentenmärkten ausgetauscht. Dabei bestachen seine Analysen immer durch eine hohe Qualität und Zuverlässigkeit seiner Aussagen.

Swiss&Global hat unter dem Label ›Julius Baer‹ eine sehr erfolgreiche Reihen von ›Absolute Return‹ und ›Emerging Markets Bond‹-Fonds im Programm. Ebenso bietet Swiss&Global eine Reihe sehr hoch spezialisierter Rentenfonds an.

Gerade hinter der Bezeichnung ›Absolute Return‹ oder auch ›Total Return‹ waren sehr oft nur leere Marketingideen verschiedener Investmentgesellschaften zu finden, die mit leeren Worthülsen nicht zufriedenstellende und teils sogar katastrophale Ergebnisse ohne Konstanz geliefert haben. Nicht so das Haus Swiss&Global. Die Rentenprodukte sind in der Mehrheit äußerst überzeugend.

Insofern ist Ralph Gasser für uns genau der richtige Gesprächspartner, wenn es um globale Zins- und Anleihemärkte geht.



Ralph Gasser,
Senior Product Specialist Fixed Income,
Swiss&Global Asset Management in Zürich

Herr Gasser, für den deutschen Anleger und Sparer gibt es nahezu keine Zinsen mehr. Warum sollte man sich überhaupt noch für Renten interessieren?

Gott sei Dank geht das Spektrum an Anlagemöglichkeiten im Rentenbereich weit über das Sparbuch, Festgelder oder Bundesanleihen hinaus, für die sie auf absehbare Zeit nicht nur kaum mehr einen Zinsertrag erwirtschaften, sondern nach Inflation gar einen Kaufkraftverlust hinnehmen müssen.

Daneben gibt es aber auch Anlageklassen und Anlagestrategien, die auch unter vorsichtigen Annahmen über die nächsten Jahre hinweg mittlere bis hohe einstellige Renditen erwirtschaften sollten. Hierzu zählen Schwellenländeranleihen und -währungen, hochverzinsliche Unternehmensanleihen, Wandelanleihen und insbesondere als Alternative oder Ergänzung zu den genannten traditionell defensiven Kernanlagen, breit diversifizierte und dynamisch operierende ›Absolute‹ und ›Total Return‹ Strategien im Rentenbereich. In all diesen Bereichen ist aber natürlich die Auswahl des passenden Anbieters mit einem langjährigen, nachhaltigen Leistungsausweis von zentraler Bedeutung.

Kann man nicht einfach bedenkenlos spanische und italienische Anleihen mit hohen Zinssätzen kaufen, weil am Ende sowieso die EZB dafür eintritt?

Im Euroraum sollte man sicher nichts – bedenkenlos – tun. Wir sehen aber die Ankündigung der EZB, unter gewissen Voraussetzungen unbeschränkt kurzfristige Anleihen exponierter Mitgliedsstaaten zu kaufen, als wahrscheinlichen Wendepunkt in der schon viel zu lange anhaltenden Euro-Saga an. Zum ersten Mal wurde jetzt eine echte Linie in den Sand gezogen, unter dem Motto: ›Hierhin und nicht weiter‹ oder ›wer uns versucht anzugreifen, wird dies bereuen‹, und dies von der letzten Instanz im Euroraum, die noch echte Glaubwürdigkeit genießt. Genau das hat bisher eindeutig gefehlt.

Die bisherigen ›zu wenig, zu spät‹ Pakete der Vergangenheit boten doch jeweils viel zu viele Angriffspunkte, und das zum Teil wenig Parkett-sichere Verhalten gewisser Politiker war auch wenig hilfreich. Ein klares ›wer uns versucht anzugreifen, wird dies bereuen‹ Paket vor 3 Jahren hätte die ganze Spekulation im Keim erstickt und sicherlich für alle massiv günstiger gemacht. Es bleibt zu hoffen, dass dieser Steilpass der EZB jetzt nicht wieder durch politische Kleinkrämerei ›verdrібbelt‹ wird, wie das leider im letzten Frühjahr der Fall war.



Warum soll man nach dem Teil-Ausfall von Griechenland überhaupt noch einem Staat Geld leihen?

Das haben sich wohl schon Bankiers über die letzten Jahrhunderte hinweg gefragt, als das Ausleihen von Geld an die ›Krone‹ viel risikoreicher war, als an einen Handwerker oder Unternehmer. Bei Letzteren hatte der Bankier immerhin ein Rechtsmittel, um Zahlungen einzufordern, währendem man beim Landesfürsten auf dessen Wohlwollen angewiesen war. Dieser konnte zudem auch auf halber Strecke die Kreditbedingungen durch Gesetzesänderungen zu seinen Gunsten drehen. Alles keine vorteilhaften Bedingungen für eine Kreditvergabe, aber all das hört sich aktuell wohl ziemlich vertraut an.

Grundsätzlich ist die Kreditvergabe aber auch hier eine Frage der Risikokompensation für das potentielle Risiko. Ein Land mit soliden und nachhaltigen Staatsfinanzen sowie einer starken Zahlungsmoral – wie die für sehr viele Schwellenländer und zahlreiche westliche Länder wie Australien, Neuseeland, Schweden, Finnland, Norwegen oder die Schweiz der Fall ist – sind nach wie vor attraktive Anlagedestinationen, sofern eine faire Kompensation des Laufzeiten, Kredit- und Inflationsrisikos erfolgt. Außer in Australien ist das aber aktuell in der westlichen Welt nicht mehr gegeben.

Dass andererseits gewisse südeuropäische Länder sich bis vor ein paar Jahren zu nahezu denselben Konditionen wie Deutschland Geld leihen konnten, war aber rational wohl kaum nachvollziehbar, außer man wäre aus welchen Gründen auch immer davon ausgegangen, dass diese Kredite gemeinschaftlich durch die anderen Länder des Euroraum garantiert wären. Das hat sich im Falle Griechenlands für viele Investoren als schmerzhafter Trugschluss herausgestellt, und ein weiterer Teil-Ausfall von Griechenland erscheint uns durchaus wahrscheinlich, wobei es dabei auch die offiziellen Kreditgeber, wie die EZB treffen könnte bzw. treffen wird.

Wird der Euro auseinander brechen?

Nein, aber auf dem Weg hin zu einer nachhaltigen, tragfähigen Gesamtlösung stehen uns noch einige Turbulenzen ins Haus. Das heutige System, in dem im übertragenen Sinn ein Unternehmen von 17 CEOs geleitet wird, die ihrerseits 17 verschiedene Aktionärsgruppen anführen, wird aber sicher nicht die Lösung sein.

Wie lange können die Notenbanken das niedrige Zinsumfeld aufrecht erhalten?

Theoretisch bis in alle Ewigkeit. In der Praxis rechnen wir aber damit, dass die Leitzinsen für die nächsten 3 bis 4 Jahre weiter künstlich auf den aktuell viel zu tiefen Niveaus gehalten werden. Aufgrund aktiver Marktinterventionen durch die Zentralbanken gilt das auch für längere Laufzeiten. So entspräche beispielsweise statt der aktuellen 0.5%igen Verfallsrendite für 5-jährige deutsche Staatsanleihen eine Verfallsrendite um die 2.5% den effektiven wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und -entwicklungen Deutschlands. Die offensichtliche Blase bei den westlichen Staatsanleihen wird vorderhand also noch nicht platzen.



Ist zu befürchten, dass das gesamte System den Notenbanken irgendwann um die Ohren fliegen wird?

Die Notenbanken selbst nicht, aber die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflationsraten in 2 oder 3 Jahren deutlich anziehen, ist durchaus gegeben. Vorderhand sehen wir in den westlichen Industrieländern aber keine nennenswerten Inflationsrisiken, da das »neue« Geld nicht in den Kreditzyklus geht, sondern in den meisten Fällen gleich wieder bei der EZB deponiert wurde. Zudem läuft die Weltwirtschaft alles andere als an der Kapazitätsgrenze, was die Möglichkeit von Preiserhöhungen auf Güter bis auf weiteres massiv einschränkt.

Man hört immer wieder, dass die Zinsaufschläge (»Spreads«) verschiedener Anleihen sehr hoch und attraktiv seien, aber ist in Wirklichkeit nicht einfach der – sichere – Zinssatz viel zu niedrig?

In Wirklichkeit existiert der Risiko-lose Zinssatz wohl gar nicht mehr, sofern er jemals existiert hat. Nehmen sie beispielsweise die Liborsätze, die gerne als Risiko-loser Zinssatz herangezogen werden. Diese wurden in der Vergangenheit nicht nur durch Marktteilnehmer offensichtlich manipuliert, sondern durch die Notenbanken seit geraumer Zeit und bis auf weiteres über die Leitzinsen künstlich viel zu tief gehalten. Ein solcher Maßstab ist für Anlageentscheide wohl wenig brauchbar.

Wir bevorzugen es, die Dinge eher absolut zu betrachten. Nehmen sie beispielsweise Hochzinsanleihen von Unternehmen. Diese Zahlen ihnen aktuell eine Verfallsrendite von 7% und eine Kreditrisikoprämie von durchschnittlich rund 6.2%. Effektiv werden aber aktuell und über die nächsten 12 Monate nur rund 3% dieser Anleihen pro Jahr nicht voll und zeitgerecht bedient. Berücksichtigen sie zudem den Restwert solcher Anleihen von rund 1/3 im Falle von Zahlungsausfällen, so ergibt sich ein effektives Kreditrisiko von netto 2% pro Jahr für ein breit diversifiziertes Portfolio von Hochzinsanleihen. Oder anders ausgedrückt erhalten sie für ein 2%iges Risiko eine 6% Risikokompensation. Ein überzeugender Mehrwert.

Sind Unternehmensanleihen nicht hochspekulativ?

Das hängt davon ab, von welcher Art Unternehmensanleihen wir sprechen. Hochverzinsliche Unternehmensanleihen sind der Definition nach aus Kreditrisicht riskanter, falls sie aber ausreichend diversifiziert investieren, können diese Einzelrisiken minimiert werden, und für diese werden sie derzeit – wie vorgängig angesprochen – deutlich überkompensiert.

Bei Unternehmensanleihen qualitativ hochstehender Schuldner ist zwar das Kreditrisiko deutlich überschaubar, dafür werden sie aber kaum mehr für die aktuellen und künftigen Risiken angemessen vergütet, nicht zuletzt aufgrund der extrem starken Nachfrage nach solchen Papieren über die letzten Jahre.

Nehmen sie Unternehmensanleihen wie jene von Nestle, Unilever, Novartis, Roche, ABB oder Total, für die die Kreditrisikoprämien deutlich tiefer sind als für deutsche Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit. Halten sie das für eine realistische Risikokompensation? Wir nicht.

Zudem muss man berücksichtigen, dass diese Art Unternehmen aufgrund der vorherrschenden Verunsicherung ihre Fremdverschuldungsquote über die letzten Jahre massiv reduziert haben, wenig investierten und hohe Liquiditätspolster aufgebaut haben. Kommt die Planungssicherheit zurück und werden Unternehmen wieder optimistischer, dreht dieser Trend zu Ungunsten der Anleiheeigner, da sich dann auch die Risikoprämien wieder ausweiten. Wir sind deshalb bei Unternehmensanleihen qualitativ hochstehender Schuldner heute deutlich vorsichtiger als noch vor 1 oder 2 Jahren.

Wo sind die Risiken bei Anleihen aus Schwellenländern? Gibt es überhaupt eine Rechtssicherheit?

- siehe oben -

Soll man in lokale Schwellenländerwährungen investieren? Was ist mit Wechselkursrisiken?

Absolut. Schwellenländerwährungen zeigen über Marktzyklen hinweg eine durchschnittliche Aufwertung gegenüber dem US Dollar oder Euro von 4% pro Jahr. Es ist zudem äußerst wahrscheinlich, dass das jährliche Wirtschaftswachstum für die Schwellenländer über die kommenden Jahre um rund 3 bis 4% über dem für die westlichen Industrienationen liegen wird, was zu einem weiteren überdurchschnittlichen Zuwachs der Pro-Kopf-Einkommen in den Schwellenländern führen wird, wodurch auch die Kaufkraftparität der entsprechenden Währungen, und schließlich der nominelle Wert der Währungen zum US Dollar oder Euro weiter steigen wird. Hinzu kommt ein substantieller Zinsvorteil von aktuell rund 4% pro Jahr. Selbstverständlich sind diese deutlichen Überschussrenditen aber auch mit höheren Risiken gekoppelt, da die kurzfristigen Wechselkursschwankungen durchaus auch mal 5 oder 10% betragen können. Längerfristig wurden Investoren für diese Risiken aber immer sehr attraktiv entschädigt, wovon wir auch in Zukunft ausgehen.



Haben wir nicht eine enorme Spekulationsblase in Schwellenländeranleihen?

Ganz im Gegenteil. Ansonsten würde sich dies ja in zu tiefen Kreditrisikoaufschlägen (wie bei vielen qualitativ hochstehenden Unternehmensanleihen), überbewerteten Währungen (wie beim Schweizer Franken) oder viel zu tiefen absoluten und realen Zinsen (wie für westliche Staatsanleihen) manifestieren. Genau das Gegenteil ist aber der Fall. Betrachten wir zudem die strategischen Mittelzuflüsse in die Anlageklasse, so liegen diese zwar über Jahre hinweg immer im positiven Bereich, dies aber auf sehr konstantem Niveau, was auch nicht für eine Überhitzung spricht. Zudem halten ausländische Investoren heute weniger als 20% dieser Anleihen, und in den meisten Portfolios ist die Anlageklasse entweder noch gar nicht oder nur schwach vertreten. Sicher aber nicht in einem Ausmaß, dass der wirtschaftlichen Bedeutung der Schwellenländer auch nur annähernd entsprechen würde.



Kann man bei Fonds mit ›Absolute Return‹ Ansätzen überhaupt noch ruhig schlafen? Werden hier nicht enorme Risiken in dubiosen Finanzkonstruktionen (CDS, CDO, MBS, ABS) eingegangen? Und darf man da noch ein ›reines Gewissen‹ haben? Man spekuliert ja zum Beispiel auf den Zusammenbruch von unschuldigen Familien und deren Immobilienbesitz?

Offen gesagt schlafen sie deshalb gut, gerade weil wir derivate Instrumente wie Zinsfutures, Zinsswaps, Kreditversicherungskontrakte, Währungstermingeschäfte oder Optionen in unseren Strategien aktiv einsetzen. Und wir tun dies sowohl um Risiken abzusichern oder zu minimieren, aber auch um in gewissen Fällen von fallenden Kursen profitieren zu können. Dies kann zum Beispiel der Verkauf von Bund-Futures sein, falls wir von steigenden Zinsen in Deutschland ausgingen. Und was fallende Kurse im Allgemeinen betrifft: Niemand wird auf fallende Kurse setzen, wenn dafür kein Anlass besteht. Derivate haben in unserem Fall über die Jahre hinweg einen deutlichen Mehrwert gebracht, sei es in der Risikoreduktion, aber auch in der Ertragsoptimierung.

Um ruhig schlafen zu können, muss man aber schon wissen, was man tut, was in den vergangenen Jahren leider offensichtlich nicht bei allen Marktteilnehmern der Fall war. Diese Einzelfälle prägen aber heute die wenig objektive und vielfach haarsträubenden öffentlichen Diskussion zu diesem Thema. Trotz dem klaren Nutzen von Derivaten in der Verwaltung von Geldern, wird dann gleich mal jedes Instrument, das Abkürzungen von 3 oder 4 Großbuchstaben aufweist, pauschal verteufelt und die wildesten Aussagen getroffen.

Oder man könnte es auch so ausdrücken: Trinken sie ein Glas Wein oder Bier pro Tag, so kann dies durchaus gesundheitsfördernd sein, konsumieren sie aber mehrere Flaschen pro Tag, wird's natürlich gefährlich. Momentan spricht man aber nur von den Alkoholexzessen einzelner, nicht aber vom verantwortungsbewussten Konsum vieler.

Würden Sie lieber Dollar, Euro oder Gold kaufen?

Gold. Und dies in physischer Form. Wir als Anleiheninvestoren partizipieren daran u.a. über Wandelanleihen von Goldproduzenten. Dies als indirekten Inflationsschutz, aber auch zur Partizipation mit beschränktem Verlustrisiko an potentiell steigenden Aktienpreisen für Goldproduzenten.

Wir mögen aus absoluter Sicht keine der G4 Währungen, weder den US Dollar, noch den Euro, das britische Pfund oder den japanischen Yen da alle mit vergleichbaren strukturellen Herausforderungen zu kämpfen haben. Dazu zählen eine übermäßige und nicht aufrecht zu erhaltende Verschuldungsquote auf staatlicher und privater Ebene, Bankensysteme mit beschränkten Möglichkeiten der Kreditschöpfung, ein unvorteilhafter demographische Trend und schlussendlich, eine wohl länger anhaltende Wachstumsschwäche. Innerhalb dieser Währungsgruppe dürfte sich aber doch der US Dollar am vorteilhaftesten entwickeln.

Wir präferieren ganz klar andere westliche Währungen, wie beispielsweise norwegische und schwedische Kronen oder den kanadischen oder australischen Dollar, und insbesondere Schwellenländerwährungen.



Herr Gasser, herzlichen Dank für das Gespräch.



Interview von
Tobias Kunkel
Geschäftsführer der IS&R GmbH,
geprüfter Bankfachwirt (IHK),
technischer Analyst (CFT / DITA I +II)

Risikohinweise, Haftungsausschluss, Interessenskonflikte

Bei vorliegender Publikation handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse. Die Publikation gibt lediglich die Meinung des jeweiligen Verfassers wieder. Es wird in keinem Fall zum Kauf oder Verkauf irgendwelcher Wertpapiere aufgefordert. Diese Publikation ersetzt keine persönliche Anlageberatung. Der Handel mit Wertpapieren birgt erhebliche Risiken – bis hin zum Totalverlust. Weder der jeweilige Autor, noch die IS&R GmbH haften für den Eintritt der getroffenen Aussagen. Möglicher Interessenskonflikt: Die IS&R GmbH, deren Kunden und Mitarbeiter können in den besprochenen Märkten, Wertpapieren oder ähnlichen Papieren investiert sein.



Impressum

Herausgeber: IS & R GmbH
Mittelstraße 10
49593 Bersenbrück

Geschäftsführer: Tobias Kunkel
HRB 205764, Amtsgericht Osnabrück
Tel. +49 5439 809138-0
Fax +49 5439 809138-19
info@i-s-r.de · www.i-s-r.de

Layout & Satz: ebene23

Der Herausgeber ist zugleich Ansprechpartner aller Verantwortlichen. Erfüllungsort und Gerichtsstand ist Osnabrück. Nachdrucke und Veröffentlichungen, auch in Auszügen, sind nur mit schriftlicher Genehmigung gestattet.