

MAKROANALYSE

A portrait of Eckhard Sauren, a man with short brown hair and glasses, wearing a dark suit, white shirt, and patterned tie. He is standing with his arms crossed, looking slightly to the left of the camera with a neutral expression. The background is a plain, light-colored wall.

Eckhard Sauren über Alternativen im Niedrigzinsumfeld

Der Dachfondspionier Eckhard Sauren spricht über Risiken in den Rentenmärkten und die Probleme, denen sich Investoren im derzeitigen Niedrigzinsumfeld gegenüber sehen. Mögliche Lösungsansätze findet er in flexibel verwalteten Rentenfonds und insbesondere im Absolute Return-Segment

VON **ECKHARD SAUREN**, GRÜNDER UND VORSTAND DER SAUREN FONDS-RESEARCH AG

Im aktuellen Marktumfeld lässt sich eines mit Sicherheit feststellen: Sicherheit ist sehr teuer geworden, wie die kaum noch vorhandene Verzinsung von Staatsanleihen hoher Bonität erkennen lässt. Auf der anderen Seite erklimmen die Aktienmärkte alte Höchstmarken, so dass sich manch einer an die letzten beiden Markteinbrüche erinnert fühlt, die den damaligen Höchstständen folgten. Insbesondere defensive Anleger stellt dieses Umfeld vor eine große Herausforderung. Dabei sind es nicht nur private Anleger, die mit dieser Situation umgehen müssen. Gerade institutionelle Anleger sehen sich der Problematik ausgesetzt, eine bestimmte Mindestverzinsung erzielen zu müssen, die jedoch auf dem derzeitigen Zinsniveau nur unter Inkaufnahme höherer Risiken erzielbar ist.

Die hohen Mittelzuflüsse in Rentenfonds in den letzten Jahren, insbesondere den Segmenten Hochzins- und

MAKROANALYSE

Schwellenländeranleihen, sowie die zunehmende Emission von Nachranganleihen signalisieren, dass immer mehr Investoren bereit sind, höhere Risiken einzugehen, um eine gewisse Mindestrendite zu erzielen. Die Wertentwicklung dieser Anlagen in den vergangenen zwei Jahren gibt diesen Investoren durchaus Recht. Allerdings sind bei einer genaueren Risikoanalyse dieser Assetklassen ein paar entscheidende Faktoren zu beachten.

Grundsätzlich hat der komplette Anleihenmarkt in den vergangenen dreißig Jahren von weltweit fallenden Zinsen profitiert. Aktuell befinden sich die Zinsmärkte jedoch auf einem Niveau, auf dem die Möglichkeit weiter fallender Zinsen nur in sehr begrenzten Maß vorhanden ist, so dass man davon ausgehen muss, dass dieser Rückenwind in Zukunft ausbleiben wird. So müssen auch die Risiken steigender Kapitalmarktzinsen auf die Kursentwicklung von Anleihen bedacht werden.

Hinzu kommt, dass die Ausfallraten von Hochzinsanleihen in den vergangenen Jahren auf einem erfreulich niedrigen Niveau lagen. Ob sich eine solche Entwicklung fortsetzen kann, ist jedoch ungewiss. Sicher ist jedoch, dass der aktuelle Spread von rund 530 bps im Bereich der europäischen Hochzinsanleihen nur einen begrenzten Puffer bei steigenden Zinsen bzw. steigenden Ausfallraten darstellt. Auch zeigt der Fall der in Holland verstaatlichten SNS Bank, dass insbesondere die Halter nachrangiger Anleihen nicht länger schadlos gehalten werden. Die aktuelle Diskussion über die Finanzierung Zyperns zeigt darüber hinaus, dass selbst Bankeinlagen privater Sparer kein Tabu mehr sind, wenn es darum geht, die Lasten im Fall eines möglichen Zahlungsausfalls zu verteilen. Die Auswahl geeigneter Kreditinstrumente wird vor diesem Hintergrund für den Anleger weiter an Bedeutung gewinnen.

Das Segment der Schwellenländeranleihen – sowohl in Hartwährung als auch in lokaler Währung – erfreut

sich ebenfalls großer Beliebtheit. Die Gründe dafür erscheinen durchaus plausibel, da das globale Wachstum derzeit überwiegend in den Schwellenländern stattfindet, und die Verschuldungsquoten der dortigen Volkswirtschaften im Schnitt deutlich geringer liegen als in vielen entwickelten Ländern. Allerdings ist hier anzumerken, dass beispielsweise die Renditen des Indexschwergewichts Mexiko ebenfalls auf historisch niedrigem Niveau von unter 3% bei 10-jähriger Laufzeit liegen. Natürlich finden sich auch Länder mit höheren Renditen im JPMorgan EMBI Global Index. Hierbei handelt es sich beispielsweise um Venezuela, das ein Index-Gewicht von etwa 10% hat, dessen politische Zukunft sich aus heutiger Sicht jedoch als ungewiss darstellt. Es lässt sich somit feststellen, dass sich ein Investor in Schwellenländeranleihen sehr genau bewusst machen muss, was für eine Rendite er erwarten kann und welche Risiken er dafür eingehen muss.

Einen entscheidenden Punkt scheinen viele Investoren bei der Anlage in Hochzins- und Schwellenländeranleihen gänzlich zu vernachlässigen: Die Liquidität. Schwellenländeranleihen haben historisch gesehen häufig sehr volatil auf Stress an den globalen Finanzmärkten reagiert. Dabei hat dieses Marktsegment sogar den großen Vorteil „natürlicher Käufer“, nämlich die heimischen Pensionskassen und im Zweifelsfall die eigene Zentralbank. Unternehmensanleihen haben einen solchen Sponsor jedoch nicht. Die Erfahrungen nach der Pleite von Lehman Brothers in 2008 haben dabei gezeigt, wie schnell Anleihemärkte vollständig austrocknen können. In weiten Teilen des Anleihemarktes fand Ende 2008 praktisch kein Handel mehr statt. Ein Investor, der bei solchen Anlagen blind darauf vertraut, dass sein Risikomanagement-System rechtzeitig ein Signal zum Verkauf der Position liefern wird, lässt sich nach den Erfahrungen aus 2008 als naiv bezeichnen.

Die aktuelle Diskussion über die Finanzierung Zyperns zeigt darüber hinaus, dass selbst Bankeinlagen privater Sparer kein Tabu mehr sind, wenn es darum geht, die Lasten im Fall eines möglichen Zahlungsausfalls zu verteilen



MAKROANALYSE

Dem Anleger muss bewusst sein, dass die hohen Renditen, wie sie in den vergangenen Jahren erzielt wurden, in dieser Form kaum wiederholbar sein werden

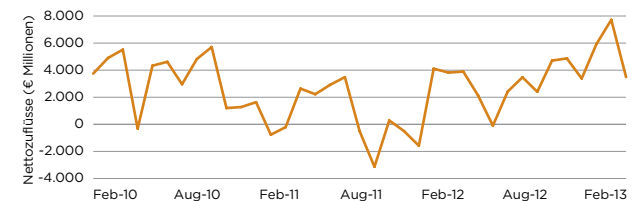


Im Umkehrschluss stellt sich die Frage nach den Alternativen, mit denen ein größerer Teil des Portfolios bestückt werden kann, und die geeignet sind, eine defensive Rolle im Portfolio einzunehmen. Zum einen sind hier Benchmark-unabhängige Investments zu nennen, die Opportunitäten in einzelnen Marktsegmenten nutzen können, und gleichzeitig bestimmte Risiken zumindest teilweise eliminieren können, indem sie beispielsweise eine vergleichsweise kurze Duration haben. Dabei muss dem Anleger jedoch auch bewusst sein, dass die hohen Renditen, wie sie in den vergangenen Jahren erzielt wurden, in dieser Form kaum wiederholbar sein werden.

Auf der anderen Seite stellen gerade Absolute Return-Strategien attraktive Alternativen dar. Seit 2007 ist es rechtlich möglich, zumindest einen Teil der klassischen Hedgefonds-Strategien im UCITS-Mantel umzusetzen. Diese Strategien zeichnen sich gerade dadurch aus, dass keine bestimmte Markttrichtung erforderlich ist, um einen positiven Ertrag zu erzielen. Dabei muss allerdings betont werden, dass die Selektion solcher Absolute Return-Fonds ein tiefgehendes Verständnis für die zugrundeliegende Anlagestrategie und die jeweiligen Märkte bzw. die gehandelten Instrumente erfordert. Da es sich bei den Absolute Return-Fonds im UCITS-Mantel nach wie vor um eine sehr junge Anlageklasse handelt, wird es mit Sicherheit noch eine Weile dauern, bis der breite Markt gelernt hat, adäquat mit diesen Produkten umzugehen.

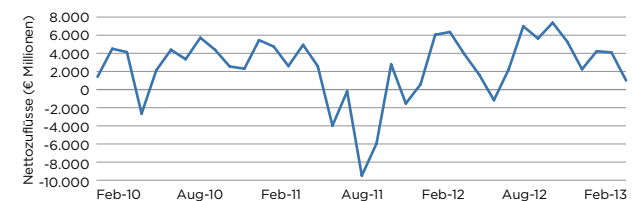
In unseren Sauren-Produkten hat sich der Anteil solcher klassischer Hedgefonds-Strategien im UCITS-Mantel über die vergangenen Jahre hinweg deutlich ausgeweitet. Gerade die defensiven Dachfonds von Sauren setzen mittlerweile einen Portfolioanteil von ca. 30% in dieser Anlageklasse um. Auch in Diskussionen mit anderen Marktteilnehmern aus dem Bereich von Family Offices,

ABSATZZAHLEN EUROPA: RENTENFONDS EMERGING MARKETS



QUELLE: Lipper

ABSATZZAHLEN EUROPA: RENTENFONDS HIGH YIELD



QUELLE: Lipper

aber auch aus dem klassischen institutionellen Bereich, stellen wir ein zunehmendes Interesse fest und sind davon überzeugt, dass in einer Reihe von Portfolios professioneller Fonds-Selektoren das Segment der Absolute Return-Fonds an Bedeutung gewinnen wird. Gerade in Anbetracht der begrenzten Möglichkeiten im klassischen Zinsbereich erscheint dieses Segment seinen Teil zur Lösung des zu Beginn geschilderten Problems liefern zu können. •

Zum Autor

Eckhard Sauren gründete im Jahr 1991 die Sauren Finanzdienstleistungen und spezialisierte sich auf die unabhängige Analyse von Fondsmanagern. Das Credo des begeisterten Kölners: „Investieren Sie nicht in Fonds, sondern in Fondsmanager,“ denn auf die Person des Managers kommt es an. Als Fondsmanager verantwortet Sauren die Dachfonds der Sauren-Gruppe und gilt als anerkannter Experte der Fonds(manager)analyse.