

Robuste Anleihenmärkte



Von Adrien Pichoud
Chief Economist SYZ Asset Management
und Portfoliomanager
Oyster Euro Fixed Income

Anfang 2016 verzeichneten Anleihen solide Renditen. Alle wichtigen Segmente des Anleihenmarktes lagen per Mitte Jahr im Plus. Die Befürchtungen in Bezug auf eine Währungsabwertung in China, sinkende Energiepreise und schwächere Konjunkturdaten in den USA haben zu Beginn des 1. Quartals erstklassige Staatsanleihen unterstützt. Die Risiken einer globalen Wachstumsverlangsamung und die Angst vor einer Deflation rückten bei Anlegern dadurch wieder in den Vordergrund. Die Konjunkturindikatoren sind jedoch robust und deuten darauf hin, dass der Pessimismus übertrieben war. Verursacht durch die ultra-expansive Geldpolitik der EZB und der US-Notenbank nahm die Risikobereitschaft zwischenzeitlich wieder zu, und riskantere Anleihen wie High-Yield-Anleihen, Anleihen aus Schwellenländern oder Anleihen mit niedrigem Investment-Grade-Rating haben sich erholt.

Anleihen sind aber nicht nur in der gegenwärtigen Lage, sondern auch aus struktureller Perspektive attraktiv:

1. Solange die Weltwirtschaft in ihrem aktuellen Stadium mit gedämpftem Wachstum, niedriger Inflation, einer akkommodierenden Politik der Zentralbanken und (nahezu) bei null liegenden Leit-

zinsen verharrt, haben festverzinsliche Anlagen für ein Multi-Asset-Portfolio etliche wertvolle Eigenschaften. Ihre erwartete Rendite ist angesichts der niedrigen Inflationsraten real betrachtet gar nicht so niedrig. Solange die Wirtschaft nicht in eine Rezession abrutscht, bleiben die Spread-Renditen von Unternehmens- und Schwellenländeranleihen attraktive Ertragsquellen. Zudem leistet ein Engagement in erstklassige Anleihen mit langer Laufzeit auch bei sehr niedrigen Renditen einen Wertbeitrag. Wenn die Risikoscheu Unternehmensanleihen und Aktien unter Druck setzt, bieten Anleihen nämlich ein gutes Polster.

2. Strukturell gesehen ist das Risiko/Ertrags-Verhältnis in Bezug auf die Duration sehr ausgewogen. Solange die Renditekurve eine positive Steigung aufweist, fällt der Beitrag der Duration zur Performance hoch aus. Ein Engagement am längeren Ende der Laufzeitenkurve ist die einzige Möglichkeit, am positiven Carry zu partizipieren, ohne die Kreditqualität des Portfolios zu verändern. Zudem ermöglicht es die Ausnutzung des Roll-Down-Effekts (Kapitalerträge bei Anleihen, während ihre Restlaufzeit mechanisch abnimmt).

Natürlich ist das Durationsrisiko mit einer höheren Volatilität verbunden, besonders wenn die Renditen niedrig sind. Anleger sollten sich aber nicht von einem mittelfristigen Anlagehorizont abschrecken lassen. Wichtig ist die Erholungszeit, nachdem ein Zinsanstieg zu einem Wertverlust des Portfolios geführt hat. Diese Erholungszeit ist selbst nach starken Zinserhöhungen recht kurz.

Natürlich wäre eine sehr kurze Duration besser, wenn die Zinsen steigen. Umgekehrt wäre eine sehr lange Duration besser, wenn die Zinsen sinken. In Bezug auf plötzliche Zinsbewegungen ist das Timing jedoch essenziell. Wenn sich dieses nämlich als falsch erweist, können in Anbetracht der potenziellen Erträge aus dem Roll-Down und dem Carry erhebliche Opportunitätskosten entstehen. Zu beachten gilt es Folgendes: Wenn die Zinserhöhung nicht plötzlich geschieht, wird sie für das Anleihenportfolio schmerzlos sein. Die Vorteile des Carry und der hö-

heren Erträge aus der Wiederanlage werden nämlich die Auswirkungen auf die Anleihenurse ausgleichen.

Niedrige Renditen oder die Sorge steigender Zinsen sind nicht Grund genug, festverzinsliche Anlagen auszuschliessen. Über einen mittelfristigen Anlagehorizont sind die potenziell nachteiligen Folgen einer Zinserhöhung begrenzt. Sie müssen jedoch mit einem potenziellen Ertrag verglichen werden, der attraktiver ist als es die Rendite für sich genommen nahegelegt. Das Gleichgewicht aus Risiken und potenziellem Ertrag ist daher weitaus positiver als gemeinhin angenommen.

Flexibilität und Diversifizierung sind entscheidend

Liquidität ist und war für Unternehmensanleihen bei schwierigen Marktbedingungen immer ein Problem. Ungünstige Entwicklungen in bestimmten Sektoren haben das Potenzial, zumindest zeitweise den gesamten Spread-Komplex wieder in den Vordergrund zu rücken. Die Aufrechterhaltung eines diversifizierten Engagements im Investment-Grade-Segment und, falls möglich, in High-Yield-Anleihen ist derzeit sinnvoll, um die Endfälligkeitsrendite eines Portfolios zu erhöhen. Dies muss aber über Positionen geschehen, die in Stressphasen an den Finanzmärkten gehalten werden können. Die Konzentration auf kurze bis mittlere Laufzeiten und die Vermeidung einer übermässigen Konzentration in den Finanz- und Rohstoffsektoren helfen beim Aufbau eines stabilen Kreditportfolios.

Ein in puncto Duration gemischtes Engagement in hochwertige liquide Anleihen und Unternehmensanleihen mittlerer Laufzeit scheint für 2016 ideal zu sein. Unternehmensanleihen sollten den grösseren Teil der Endfälligkeitsrendite des Portfolios ausmachen. Staatsanleihen mit langer Laufzeit ermöglichen mit dem Roll-Down-Effekt, neben einem geringen positiven Carry, das Erwirtschaften von Erträgen. Sie tragen zudem zum Schutz des Anlegerkapitals in Schlechtwetterphasen bei.

adrien.pichoud@syzgroup.com
www.syzgroup.com