



# ABWARTEN IST KEINE OPTION

Lange Zeit gingen die Marktteilnehmer davon aus, dass mit der Zinswende in den USA die Anleihemärkte wieder zurück zur Normalität finden werden. Doch inzwischen rechnen immer weniger Investmentprofis mit einer echten Wende. Was sollen Portfoliomanager tun, wenn die Realzinsen dauerhaft auf ihren Tiefständen bleiben? Dann sind wirklich neue Konzepte gefragt

**Autor** \_\_\_\_\_  
Ronny Kohl

**E**s schien abgemachte Sache – im Herbst leitet die Fed die Zinswende ein und hebt den Leitzins anschließend in sanften Schritten an. Für professionelle Geldmanager wäre das eine schöne Entwicklung. Fast jeder hat ein Problem, weil er bei den aktuellen Renditen seine Verpflichtungen nicht mehr erfüllen

kann. Lebensversicherer und Pensionskassen sind ebenso betroffen wie Stiftungen und Private Wealth Manager. Aber zur Rettung müsste die Zinswende spürbar und nachhaltig sein. Doch daran zweifeln inzwischen viele Marktteilnehmer. Ihre Angst: Die Realzinsen bleiben noch lange niedrig oder vielleicht sogar negativ.

Kommt es wie befürchtet, müssen Pensionskassen Leistungen kürzen, können Stiftungen ihren Auftrag nicht mehr erfüllen, Family Offices das Vermögen ihrer Kunden nicht mehr erhalten. In der Versicherungswirtschaft wird bereits über die Abschaffung des Garantiezinses diskutiert. Die Bundesregierung gibt Geleitschutz. Nachdem noch im Frühjahr nur eine Absenkung des Satzes geplant war, soll nun die Mindestverzinsung bei den meisten Lebensversicherern ganz wegfallen.

### Der Tod der Garantie

Jahrzehnte bescherte die Zinsgarantie den deutschen Versicherern reichlich Kundenschaft. Jetzt beginnt der Marktführer, sich dem Diktat zu entziehen. Parallel zu klassischen Lebensversicherungen bietet die Allianz seit einigen Wochen Policen ohne Garantiezins an. Der knackige Name des Produkts: „Perspektive“. Doch für wen? Laut Werbung sollen die neuen Policen höhere Renditen bringen als klassische Lebensversicherungen. Aber nur durch höhere Anlagerisiken werden die Geldmanager der Versicherung dieses Versprechen erfüllen können. Tragen werden das Risiko wohl ihre Kunden.

Andererseits: Mit seinem Strategie-schwenk liegt Deutschlands größter Versicherer voll im Trend. Einer aktuellen Studie von BlackRock zufolge hat die lockere Geldpolitik der Notenbanken dazu geführt, dass weltweit viele Versicherer heute höhere Risiken eingehen. Die BlackRock-Umfrage unter Versicherern mit einem kumulierten Vermögensbestand von 6,5 Billionen US-Dollar zeigte, dass sich deren „Risikoappetit“ nahezu verdoppelt hat.

„57 Prozent der Versicherer gaben an, das Risiko in ihren Anlageportfolios innerhalb der nächsten zwölf bis 24 Monate anheben zu wollen“, sagt Patrick Liedtke, Versicherungsexperte bei BlackRock. Vor allem aber hätten 49 Prozent der Befragten ihre Anlagestrategien aufgrund der lockeren Notenbankpolitik bereits deutlich geändert. Knapp die Hälfte der Befragten sieht in dem anhaltenden Niedrigzinsumfeld das größte Marktrisiko.

Ganz ähnlich sieht es bei den Pensionskassen aus. Auch deren Asset-Manager haben sich von der ultralockeren Politik der Zentralbanken (QE) in risikoreichere Anlageklassen treiben lassen, in die sie bislang nicht investiert haben. Das ergab eine Um-

frage des Create Research Institute im Auftrag der französischen Fondsgesellschaft Amundi. Befragt wurden dazu europaweit 184 Pensionskassen mit einem Anlagevolumen von rund 1,8 Billionen Euro. Ein weiteres beängstigendes Ergebnis der Untersuchung: 64 Prozent der Befragten sind der Meinung, dass QE zu einer künstlichen Konvergenz in der Asset-Allocation und zu „Overcrowded trades“ geführt habe. Letztendlich sei dadurch vor allem das Risiko der Pensionsempfänger gestiegen.

„Anleihen und Geldmarkt bieten nur noch eine Nullrendite“, konstatiert auch Lucio Soso im TiAM-Interview (siehe Seite 24). Soso ist Manager des BB Global Macro Fonds, bei dem er Aktien und Anleihen mit einem komplexen Risikomanagement kombiniert. Sein Ziel: ein Produkt, „das Investoren das bietet, was noch vor einigen Jahren für Staatsanleihen typisch war – ordentliche Renditen bei einem begrenzten Risiko“.

In den vergangenen Jahren hat Soso mit seinem Ansatz die avisierte Zielrendite von fünf bis sieben Prozent pro Jahr erreicht. Doch er gesteht: „Da der Bullenmarkt für Bonds beendet ist, ist dieses Ziel natürlich eine Herausforderung.“ Vor allem durch mehr Aktieninvestments will Soso sein Renditeziel erreichen.

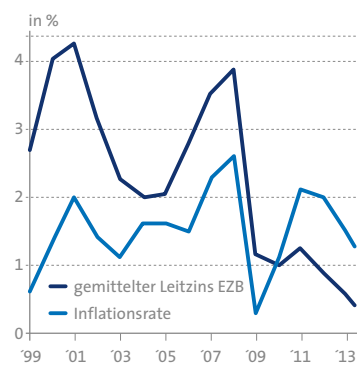
David Roberts, Head of Fixed Income beim schottischen Asset-Manager Kames Capital, greift ebenfalls immer stärker zu riskanteren Zinspapieren. Vor allem bei diesen findet er noch attraktive Renditen. Bei Staatsanleihen sei dagegen sein Flagg-schiff, der Kames Strategic Global Bond Funds, „nur sehr begrenzt investiert“, verrät Roberts im TiAM-Interview (siehe Seite 36). „Aus fundamentaler Sicht müssten die aktuellen Marktrenditen höher sein“, begründet der Anleiheprofi.

### Neue Normalität

Die US-Zentralbank Fed scheint das nicht so eng zu sehen. „Eine Mehrheit des Offenmarktausschusses der US-Notenbank will den Ausstieg aus der Nullzinspolitik. Aber dies bedeutet nicht, dass der Ausstieg auch tatsächlich kommt“, kommentierte Bruno Cavalier, Chefvolkswirt von Oddo & Cie. „Das Wiederaufflammen der Volatilität an den Märkten hat die Fed mehrfach veranlasst, diesen Schritt zu verschieben – und wir können uns vorstellen, dass es auch künftig Gründe gibt, den Zinsschritt

## NEGATIVER REALZINS

### EZB-Leitzins vs. Inflationsrate



Quelle: Statista

Der gemittelte EZB-Leitzins liegt in Deutschland seit 2009 deutlich unter der Inflationsrate.



## Zinsanhebung durch EZB erst im Jahr 2020.“

Mark Dowding,  
BlueBay Asset Management

zu verschieben“, argwöhnt Cavalier. Sein Rat: Anleger sollten überlegen, welche Auswirkungen eine Verschiebung bis zum zweiten Halbjahr 2016 oder gar ein kompletter Verzicht haben könnte. Bond-King Bill Gross geht unterdessen weiter davon aus, dass die US-Währungshüter die Zügel anziehen werden. Er erwartet fortan jährliche Anhebungen um 50 bis 70 Basispunkte.

Kann sein – muss aber nicht. Für viele Experten ist es ausgemachte Sache, dass sich die Fed nicht allzu sehr vom geldpolitischen Kurs der anderen Notenbanken abkoppeln mag. „So gesehen könnten die Renditen in den kommenden drei →



*Auch ein breit gestreutes Anleiheportfolio schützt unter Umständen nicht vor Kaufkraftverlusten des Kapitals.“*

*Simon Klein, Deutsche AWM*

**Die Wacht am Main:** EZB-Chef Mario Draghi hält unbeirrt an der Politik des lockeren Geldes fest

bis sechs Monaten sogar sinken, wenn die Märkte die neue Normalität des globalen Wachstums akzeptieren“, sagt Robert Michele, CIO für die Anleihe Seite bei JPMorgan Asset Management.

#### Warten auf Godot

Er vergleicht das Warten auf die Zinswende mit dem Warten auf Godot, der doch nie kommt: „Angesichts des stärkeren Dollars und des moderaten Wachstums glauben wir, dass die Geldpolitik weltweit expansiv bleiben wird. Wir haben gelernt, dass die Fed – ebenso wie andere wichtige Notenbanken – bei der Normalisierung ihrer Geldpolitik extrem vorsichtig vorgehen wird und dass uns niedrige Zinsen und eine lockere Geldpolitik auch weiterhin begleiten werden.“

Für die Europäische Zentralbank (EZB) gilt das auch. Hierzulande müssen die Marktteilnehmer nicht nur damit rechnen, dass die Niedrigzinspolitik noch lange fortgesetzt wird – Investoren sollten sich sogar auf noch tiefere Sätze einstellen. „Obwohl es die Konjunktur gar nicht so schlecht meint, erwägt EZB-Chef Mario Draghi bereits, sein Ankaufprogramm für Anleihen

zu verlängern“, berichtet Ulrich Stephan, Anlagestrategie der Deutschen Bank. „Die Inflationserwartungen im Markt sind so niedrig, dass er sogar über noch geringere Einlagenzinsen nachzudenken scheint – die Ära billigen Geldes bleibt uns erhalten“, resümiert Stephan.

Oder kommt die EZB-Zinswende sogar noch später? Mark Dowding von BlueBay Asset Management erwartet eine Zinsanhebung durch die europäischen Währungshüter sogar erst im Jahr 2020, also in fünf Jahren. Begründung: Die Inflation im Euroraum sei zu niedrig, als dass die Geldpolitik schon bald gestrafft werde. Er hält eine Ausweitung des Anleihekaufprogramms für viel wahrscheinlicher als einen Zinsanstieg. Für die Euroländer rechnet Dowding mit einer Verflachung der Zinskurve und mit einer weiteren Einengung der Zinsdivergenz. Die Verzinsung für Geldkonten ist unterdessen in den meisten Währungsräumen bereits unter die Inflationsrate abgetaucht, auch im Euroraum (siehe Grafik Seite 25). Mittlerweile liegen auch die realen Renditen vieler lang laufender Staatsanleihen im Negativbereich. „Das bedeutet, dass auch ein breit gestreutes Anleiheport-



FOTO: BERND WITTELSBACH/ISTOCKPHOTO, YVES HERMAN/REUTERS

folio unter Umständen nicht verhindert, dass die Kaufkraft des Kapitals beständig abnimmt“, warnt Simon Klein, ETF-Vertriebsleiter der Deutschen Asset & Wealth Management.

### Realzinsen im negativen Bereich

Vor allem aber können solche Phasen negativer Realzinsen Jahrzehnte andauern. Ein aktuelles Whitepaper aus dem Passivbereich der Deutschen AWM mit dem Titel „The Income Challenge“ verdeutlicht diese Gefahr anhand von Zahlen aus der Vergangenheit. Laut den Autoren Vincent Denoiseux und Pierre Debru hat die bisher längste Phase negativer Realzinsen für Einlagen in der jüngeren Vergangenheit unglaubliche 35 Jahre gedauert – von 1945 bis 1980. Dann folgte eine 28-jährige Periode positiver Realzinsen. Doch seit 2009/2010 liegen die Sätze in den Industrienationen wieder im negativen Bereich. Wie lange wird die Negativphase wohl diesmal dauern? Für Geldmanager ist abwarten jedenfalls keine Option.

Immer mehr Investoren richten ihren Blick daher auf Anlagealternativen – und die finden sie insbesondere bei den sogenannten Alternatives. Das zeigt der RiskMonitor 2015, den Allianz Global Investors auf Basis einer Umfrage unter mehr als 700 institutionellen Investoren erstellt hat. „Obgleich 73 Prozent der Befragten angaben, dass sie alternative Anlageklassen bereits weitgehend in ihrer Vermögensaufteilung berücksichtigen, sagten 40 Prozent, dass sie den Anteil noch erhöhen wollen“, berichtet AGI-Manager Spencer Rhodes.

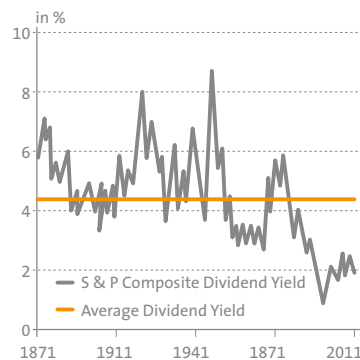
### Neue Produkte für den Markt

Am Markt zeigt sich dies durch eine Vielzahl neu aufgelegter Anlageprodukte. Dabei geht es in erster Linie um Immobilien- und Infrastruktur-Investments, aber auch um Sachwert- und Private-Equity-Anlagen. Neue Produkte kommen indes vermehrt auch für Absolute-Return- und Long-Short-Strategien, für Volatilitätsstrategien, Faktormodelle oder sogenannte Liquid-Alternatives. Ihnen allen ist gleich, dass sie mit den traditionellen Anlageklassen Aktien und Anleihen wenig bis nicht korreliert sind und dass sie langfristig stabile Erträge versprechen, die über dem risikofreien Zins und oberhalb der Inflationsrate liegen.

Ein Beispiel für solche alternativen Einkommensstrategien ist die kürzlich erfolgte Übernahme des deutschen Autobahnraststättenbetreibers Tank & Rast durch eine Investorengruppe um die Allianz und die Munich Re. Die Investoren sichern sich da-

## IMMERHIN NOCH POSITIV

### Dividendenrendite US-Aktien

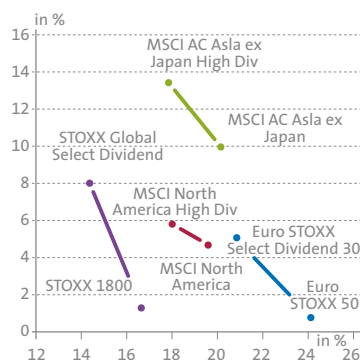


Quelle: Whitepaper Deutsche AWM

Die Dividendenrenditen in den USA sind unter den langjährigen Durchschnitt gerutscht.

## MEHR ERTRAG – WENIGER RISIKO

### Rendite (Skala I.) vs. Volatilität



Quelle: Deutsche AWM

Dividendenindizes zeigen gegenüber den Standardindizes bessere Risiko-Rendite-Relationen.



**Die Volatilität am Aktienmarkt sehen Institutionelle als größtes Risiko.“**

Spencer Rhodes, Allianz Global Investors

mit die Erträge aus 390 Raststätten, 350 Tankstellen und 50 Hotels, die möglichst stetig fließen sollen, so das Kalkül. Der Kaufpreis soll bei 3,5 Milliarden Euro gelegen haben, womit sich Allianz & Co letztlich gegen Mitbewerber wie den chinesischen Staatsfonds CIC und die australische Macquarie-Gruppe durchsetzen konnten. Eine andere Alternative, wenngleich in etwas kleinerer Dimension, sind Mikrokreditfonds (siehe Seite 38). Mikrokreditfonds fungieren als Geldgeber für Hunderttausende von Kleinstkrediten in den Schwellenländern. Dadurch ermöglichen sie zum einen Unternehmertum, wo sonst keines machbar wäre. Zum anderem bieten sie Anlegern ausgesprochen stabile Renditen. Diese sind zwar nicht unendlich hoch, aber nahezu unkorreliert mit traditionellen Anlagemärkten.

Dass es für Anleger höchste Zeit ist, aktiv zu werden, zeigt auch die Bundesbankstatistik. Danach liegen allein in Deutschland rund zwei Billionen Euro nahezu unverzinst auf Giro- und Festgeldkonten oder auf Sparbüchern. „Nicht nur Privatanleger, sondern auch professionelle Investoren scheinen sich mit dem Umfeld aus niedrigen Zinsen abgefunden zu haben“, schließt daraus ETF-Experte Simon Klein. In letzter Konsequenz akzeptierten die Anleger damit reale Vermögensverluste.

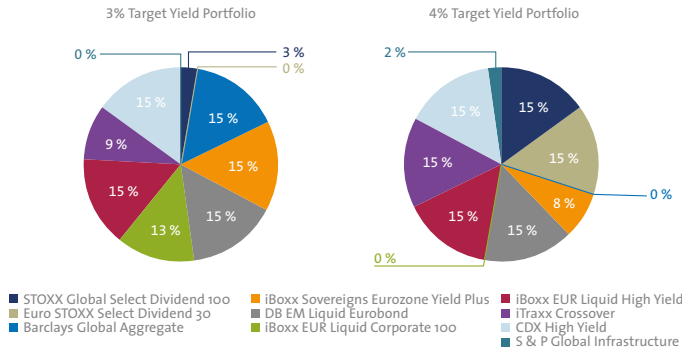
### Dividendentitel als Alternative

Diese traurige Wahrheit belegen auch Denoiseux und Debru in ihrem Whitepaper. Demnach ist die Verzinsung von Staatsanleihen aus der Eurozone von 1999 bis Mitte 2015 um 72 Prozent gefallen. Die Autoren weisen zudem darauf hin, dass die Jagd der Anleger nach Investments mit einem Renditeplus letztlich auch traditionell höher verzinsten Anleihen unter Druck brachte. So sei die Verzinsung von Euro-Unternehmensanleihen seit 1999 sogar um 78 Prozent gefallen.

Aktien scheinen der letzte Ausweg zu sein. Zwar beträgt am US-Markt die Dividendenrendite heute nur noch etwa die Hälfte des langfristigen Durchschnitts (siehe Grafik Seite 27 oben). Gleichwohl stehen die Dividenden noch immer für rund 27 Prozent des Gesamtertrags von Aktien, berichten Denoiseux und Debru (für den Zeitraum 1969 bis 2015 gerechnet). Sie zeigen auch, welchen Einfluss Dividenden auf das Risk-Return-Verhältnis von Aktien haben. So weist die Entwicklung verschiedener Dividendenindizes höhere Erträge und zugleich eine geringere Volatilität auf als die korrespondierenden Indizes ohne Dividendenschwerpunkt (siehe Grafik →

SO KÖNNTE ES KLAPPEN

Beispiel für eine ausgewogene Asset-Allokation



Quelle: Deutsche AWM

Diese Musterportfolios der Deutschen AWM sollen jährlich drei respektive vier Prozent Rendite bringen.

Seite 27 unten). Es macht nicht nur Sinn, stärker in Aktien zu investieren, sondern auch in dividendenstarke Titel. Allein: Vielen Investoren ist die Volatilität von Aktien zu hoch – oder sie dürfen von Haus aus nur sehr begrenzt in Aktien investieren. Die Ergebnisse des RiskMonitor 2015 der Allianz zeigen, dass zwar rund 30 Prozent der Befragten planen, ihre Aktienquote in den

kommenden zwölf Monaten aufgrund des hohen Renditepotenzials aufzustocken. Gleichwohl nannten die Befragten die Volatilität am Aktienmarkt als das größte Anlagerisiko, gefolgt vom Zins- und Währungsrisiko. Es gilt also, höhere Erträge mit dem Risiko in Einklang zu bringen. Denoiseux und Debru untersuchten deshalb, wie sich trotz

historisch niedriger Zinsen und Dividendenrenditen überdurchschnittliche, regelmäßige Erträge erzielen lassen. Zunächst zeigen sie, dass die Relation von Rendite und Risiko nicht linear ist. Anders ausgedrückt: Es gibt Investments, die einen höheren Ertrag bieten, ohne im gleichen Maß das Risiko zu steigern.

Die Mischung macht's

So sei etwa bei Unternehmensanleihen und Staatsanleihen aus den Euro-Peripheriestaaten der risikoadjustierte Ertrag höher als beim breiten Euro-Staatsanleihenmarkt. Auf der Aktienseite wiederum böten Infrastrukturtitel eine attraktive Kombination von Dividendenrendite und Risiko. Aufbauend auf diesen Erkenntnissen haben die Forscher mit Hilfe von ETFs zwei Target-Portfolios konstruiert (siehe Grafik links). Diese sollen laufende Erträge in Höhe von drei beziehungsweise vier Prozent bringen und dennoch ein begrenztes Risiko haben – eine bessere Option, als nur abzuwarten.

**Traumschloss:** Die US-Notenbank fällt wieder einmal hinter die Kurve zurück und wird sich nach Einschätzung vieler Profis nicht zu einer nachhaltigen Zinswende durchringen



FOTO: ANDREW HARRER/BLOOMBERG