

Gutmann Investment Mail – Februar 2013

Anleihen – auch 2013 eine attraktive Asset Klasse?

Nach dem sehr starken Anleihejahr 2012 gilt es nach vorne zu sehen und Überlegungen zum Portfolio 2013 anzustellen. Wir sind für längere Zeit mit einem Umfeld niedriger Zentralbank-Zinsen konfrontiert und müssen diesem Umfeld begegnen. Die beste Chance auf ein gutes Ergebnis haben wir mit sehr breit gestreuten Portfolios, die Risiken aktiv managen können.

Im Anleihen-Management war das vergangene Jahr mit Sicherheit herausfordernd, aber mit einer Performance von rund 10 Prozent¹ kann es als ertragreiches Jahr für Investoren bezeichnet werden. Der Grund für dieses hohe Ergebnis lag vor allem darin, dass die EZB die Kastanien aus dem Feuer geholt hat und mit den Tendern zu Jahresbeginn (Liquidität für Banken) und der OMT-Ankündigung im Sommer (unbegrenzte Mittel zur Stützung der Anleihen schwankender Staaten) eine Rally der „risikoreichen“ Anleihen in Gang gesetzt hat. Um diese Performance zu erreichen, mussten Risiken akzeptiert werden – sowohl mit längeren Laufzeiten, als auch mit der Gefahr von Ausfällen.

Wie nach jedem starken Anleihen-Jahr und dementsprechend „niedrigen“ Renditen kommt damit die berechtigte Frage auf: „Wie lange können Anleihen noch steigen?“ oder eher „Wie lange können Renditen noch fallen?“ Wir skizzieren diesbezüglich eine mögliche Antwort und behandeln den noch viel wichtigeren Punkt: „Was soll ich mit meinem Anleihenexposure im Jahr 2013 tun?“

Wie tief können Renditen fallen?

Im fünften Jahr nach Lehman kämpfen wir immer noch gegen eine hartnäckige Wirtschaftskrise und der Ausgang dieses Kampfes ist nach wie vor ungewiss. Die Lösungsvorschläge, wie sie uns beinahe täglich von Politikern über die Frühhinrichten präsentiert werden, sind genauso Ableitungen aus den Lehren des vergangenen Jahrhunderts, wie die Antworten der Notenbanken. „Es bedarf gemeinsamer Aktionen, um die Weltwirtschaft wieder in Schwung zu bringen!“, „Die Notenbanken können nicht die Politik von ihrer Verantwortung zur Budgetsanierung befreien!“, usw. Im Hintergrund hören wir von zwei Extremen. Zum einen die Angst vor einer außer Kontrolle geratenden Inflation und zum anderen die Furcht vor einem Rückfall in eine starke Rezession. Immer größer wird die Wahrscheinlichkeit für längere Zeit in einem „japanischen Szenario“ festzustecken. Das bedeutet: kaum Wachstum, keine Inflation oder sogar Deflation, expansive Notenbanken und weiterhin hohe Staatsschulden. Vor allem heißt das aber: extrem niedrige Renditen auf sehr lange Zeit. Die beste Assetklasse in

¹ Zum Beispiel zeigt der Barclays Euro Aggregate Index eine Performance von 11,19% für das Jahr 2012.

solch einem Szenario? Lange High-Grade-Unternehmensanleihen – knapp vor langen Staatsanleihen! Und Aktien? Bei der Betrachtung des Nikkei-Index seit den 1980ern verzichtet man eher auf sie ...

Ein „japanisches Szenario“ ist für die USA und Europa alles andere als sicher. Die meisten Notenbanker und Politiker tun ihr Möglichstes, um uns auf einen moderaten Wachstumspfad mit bestenfalls kurzfristig erhöhten Inflationsraten (zum Schuldenabbau) zurückzubringen. Mit einer gewissen Flexibilisierung des Wirtschaftens kann das sogar gelingen (sehr grob gesprochen: Abbau von Hemmnissen bei Aufbau und Führung von Unternehmen – bei näherem Interesse lohnt sich ein Blick auf Mario Montis Programm). Doch der Erfolg ist fraglich und wenn wir ehrlich sind: Trotz 20 Jahren Krise ist Japan ein Land von überaus beträchtlichem Wohlstand und Lebensqualität!

Die Renditen können also tatsächlich noch fallen. Es genügt aber schon, dass sie gleich bleiben oder nur sehr langsam steigen. Die Notenbanken werden sich mit hoher Wahrscheinlichkeit noch viel Zeit lassen, bevor sie die Zinsen erhöhen.

Risiken

Von einem abrupten Anstieg der Renditen ist letztlich nicht unbedingt auszugehen, aber durch die niedrigen Renditen hat sich das Risiko eines Rückschlags doch stark erhöht, oder?

Wenn die Apple-Aktie in kurzer Zeit wieder um 30 Prozent gestiegen ist, wird die erste Reaktion sein, das Risiko eines ebenso großen Rückschlags zu fürchten. Als Zweites sollte man die Bewertung der Apple-Aktie anhand der Geschäftsentwicklung betrachten und als Drittes die Gewichtung der Aktie im Portfolio überprüfen. Genauso wollen wir auch bei Anleihen vorgehen.

Wie oben schon erwähnt, haben die Notenbanken keine Eile die Zinsen zu erhöhen. Der nächste absehbare Schritt in Europa dürfte eher eine kleine Senkung sein, wenn sich die Wachstumszahlen nicht verbessern. Negative Wachstumsbeiträge durch Sparanstrengungen der Staaten werden in den nächsten Jahren einen geringen Leitzins unterstützen.

Welche Renditen soll man zur Einschätzung des Niveaus betrachten? Die 10-jährige deutsche Bund-Rendite bei 1,6 Prozent enthält noch immer eine „Sicherheitsprämie“, die Investoren zu zahlen bereit sind, um eine möglichst hohe Sicherheit der Rückzahlung zu haben. Doch selbst bei einer zusätzlichen „Sicherheitsprämie“ von 0,2 Prozent ($1,6 + 0,2 = 1,8$ Prozent Gesamtrendite) entspricht dies einer Leitzinserwartung von einem Prozent für die nächsten vier Jahre, gefolgt von einer Erhöhung auf zwei Prozent für die darauffolgenden Jahre und letztlich einer Zinsanhebung auf drei Prozent im Jahr 2021.

Das ist unter normalen Verhältnissen extrem konservativ und macht wirklich nur dann Sinn, wenn die Möglichkeit des oben erwähnten „japanischen Szenarios“ mit eingerechnet wird. Das würde „Nullzins“ auf die ganzen zehn Jahre bedeuten. Geben wir dieser Nullzins-Alter-

native in unserem Rechenbeispiel eine Wahrscheinlichkeit von nur 30 Prozent, dann korrespondiert die „normale“ Zinsentwicklung mit einer Erhöhung des Leitzinses um einen Prozent alle zwei Jahre. Das klingt schon eher fair gepreist.

Die tiefen Renditen bergen Rückschlagspotential, doch diese Renditen preisen Erwartungen für die kommenden Jahre relativ fair ein. Ihre strategische Zielduration sollte sich also nach wie vor zu allererst an der Gestaltung des Gesamtportfolios orientieren (mehr Aktien – mehr Risiko – mehr Duration), und taktisch nur leicht untergewichtet sein.

Die im Preis reflektierten Zinserwartungen sind relativ fair, beinhalten aber „Sicherheitsprämien“ für hohe und „Risikoprämien“ für schlechte Bonitäten! Wir empfehlen schon längere Zeit in stark diversifizierte Portfolios zu investieren. Bei einem Portfolio mit nur wenigen Titeln muss man zwangsläufig hohe Bonitäten kaufen und Sicherheitsprämien zahlen. In breit gestreuten Portfolios mit Unternehmensanleihen, High Yields, Opportunitäten aus der Peripherie oder Pfandbriefen kann man Risikoprämien kassieren, weil man die Risiken eines einzelnen Ausfalls so stark verdünnt, dass dieser durch viele starke Performer mehr als ausgeglichen werden kann.

Anleihen-Portfolio 2013

Wir werden mit den niedrigen Anleihe-Renditen noch einige Jahre zurechtkommen müssen. Unsere Aufgabe als Anleihen-Manager ist es, in dem vorgegebenen Risikorahmen ein möglichst gutes Ergebnis zu erzielen. Es gilt nicht, bestimmte absolute Levels zu erreichen, sondern aus den Umständen das Beste herauszuholen. Momentan sehen wir die Chancen dazu am vorteilhaftesten, indem wir Unternehmensanleihen und Pfandbriefe stark gewichten, österreichische Staatsanleihen statt deutsche Staatsanleihen investieren, die Erholung in der Peripherie zumindest zu einem guten Teil mitmachen und inflationsgebundene Anleihen als langfristige Strategie ansehen. Die Duration ist bis auf weiteres knapp unter der strategischen Vorgabe. Wenn wir Bonitätsrisiken und Laufzeiten verantwortungsvoll verwalten, werden wir auch in Perioden niedriger Zinsen unsere Aufgabe gut erledigen können. Die Rahmenbedingungen rechtfertigen nicht das Rad neu zu erfinden, nur weil die Renditeniveaus niedrig sind. Gerade weil wir nicht risikofrei vier Prozent verdienen können, ist professionelles Management nötiger denn je.

Die wichtigste Botschaft für das kommende Jahr ist: Wenn sich Ihre Lebensumstände nicht signifikant verändert haben, in wie weit hat sich ihre Risikotoleranz geändert? Ohne mehr Risiko sind die Ertragsziele der Vergangenheit schwer möglich. Bevor man daraus resultierend weniger Anleihen hält, sollte man vielleicht seine Ertragsziele dem wirtschaftlichem Umfeld anpassen.

Mag. Thomas Neuhold, BA, Gutmann Kapitalanlageaktiengesellschaft

Rückfragen:

Mag. Friedrich Strasser
Mitglied des Vorstandes und Partner
Bank Gutmann Aktiengesellschaft
Tel.: +43-1-502 20-216, friedrich.strasser@gutmann.at
www.gutmann.at

Renate Skoff, The Skills Group
Tel.: +43-1-505 26 25, skoff@skills.at
www.skills.at

Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert. Für deren Richtigkeit und Vollständigkeit sowie für das Eintreten von Prognosen wird jedoch keine Gewähr übernommen und jede Haftung ausgeschlossen. Performanceergebnisse der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investmentfonds zu. Insbesondere, wenn sich die Performanceergebnisse auf einen Zeitraum von unter zwölf Monaten beziehen (Angabe von Year-to-date-Performance, Fondsaufgabe vor weniger als 12 Monaten), sind diese aufgrund des kurzen Vergleichszeitraums kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Gutmann KAG weist ausdrücklich darauf hin, dass diese Unterlage ausschließlich für den persönlichen Gebrauch und nur zur Information dienen soll. Eine Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe ist ohne die Zustimmung der Gutmann Kapitalanlageaktiengesellschaft untersagt. Der Inhalt dieser Unterlage stellt nicht auf die individuellen Bedürfnisse einzelner Anleger ab (gewünschter Ertrag, steuerliche Situation, Risikobereitschaft, etc.), sondern ist genereller Natur und basiert auf dem neuesten Wissenstand der mit der Erstellung betrauten Personen zu Redaktionsschluss. Diese Unterlage ist weder ein Anbot noch eine Einladung zur Angebotstellung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren. Die erforderlichen Angaben zur Offenlegungspflicht gemäß § 25 Mediengesetz sind unter folgender Web-Adresse auffindbar: <http://www.gutmannfonds.at/Impressum.412.0.html>

© Gutmann Kapitalanlageaktiengesellschaft, Schwarzenbergplatz 16, 1010 Wien, Österreich,
Tel.: +43-1-502 20-0, www.gutmannfonds.at

Februar 2013