

Bond-Strategien 2020

STILIA TEW ENT



Ausweitung der Kampfzone: mehr Illiquidität, High Yields und ESG



Ori Gotfrid ist Leiter bei Bfinance Deutschland

Die expansive Geldpolitik der Zentralbanken bescherte Fixed Income noch einmal ein sehr positives Jahr. Zunehmend stellt sich jedoch die Frage, wie sinnvoll die Wiederanlage auslaufender Papiere in negativ verzinsten Staatsanleihen oder niedrig verzinsten Unternehmensanleihen ist. Für die Suche institutioneller Investoren nach Rendite im aktuellen Umfeld erkennen wir zwei grobe Trends: Umschichtungen von liquiden in illiquide Fremdkapitaltitel; insbesondere in Infrastructure Debt, private Unternehmens- und Immobilienkredite. Zum Zweiten das Bestreben, den liquiden Fixed-Income-Bereich sinnvoll und renditebringend zu diversifizieren und eine damit einhergehende Erweiterung des Anlageuniversums.

Während im ersten Halbjahr 2019 der überwiegende Teil unserer Ausschreibungsaktivitäten bei liquiden Renten in klassischen benchmark-orientierten Investment-Grade-Kredit-Strategien lag, verzeichneten wir im zweiten Halbjahr wieder verstärkt Nachfrage nach High-Yield-Mandaten. Gleichzeitig überlegen Anleger, die im aktuellen Zinsumfeld an Hochzinsanleihen nicht vorbeikommen, wie sie diese Renditequelle vor dem Szenario eines möglichen wirtschaftlichen Abschwungs diversifizieren können. Vor diesem Hintergrund geht der Trend zur globalen Diversifikation weiter; so sehen wir erste Investments deutscher Anleger in asiatische Unternehmensanleihen; ein Markt, der bis dato von lokalen Investoren dominiert wird. Dieser punktet mit attraktiver Rendite. BB-Anleihen beispielsweise bieten einen Pick Up von 200 Basispunkten gegenüber US-Anleihen gleicher Ratingkategorie. Dieser Renditevorteil geht nicht ganz ohne Risiko einher, denn etwa 40 Prozent der

asiatischen High-Yield-Emittenten stammen aus dem chinesischen Immobiliensektor. Aus diesem Grund sollte die Anlageklasse durch einen asiatischen Spezialisten besetzt sein. Aber auch das breite Schwellenländer-Universum ist weiterhin nachgefragt: sowohl Hartwährungen als auch Corporate Bonds und Absolute-Return-Ansätze.

Kurzlaufende Hochzinsanleihen können eine weitere interessante Alternative darstellen. Geringe Durationen reagieren nur in geringem Umfang auf Marktvolatilität oder Zinsänderungen und bietet damit ein attraktives Rendite-Risiko-Profil. Interesse sehen wir auch an Senior Secured Loans; besichert und höher in der Kapitalstruktur bieten diese sogar einen leichten Renditevorteil gegenüber Unternehmensanleihen gleicher Ratingqualität. Zaghafte dagegen ist das Interesse hierzulande nach strukturierten Krediten wie CLOs, obgleich diese in der gleichen Ratingkategorie den dreifachen Spread eines Corporate Bonds bieten. Aufgrund der Komplexität wird diese Anlageklasse tendenziell eher von größeren Anlegern mit eigenen Spezialisten besetzt.

Stildiversifikation ist ein weiteres Thema auf der Agenda institutioneller Investoren. So sehen wir erstes Interesse an der Umsetzung von Faktor-Investing-Strategien im Fixed-Income-Segment; ein Anlagestil, der bereits seit geraumer Zeit für Aktien genutzt wird. Das relativ späte Auftauchen dieser Strategie bei Renten lässt sich dadurch begründen, dass belastbare Marktdaten in der Vergangenheit schwer verfügbar waren, denn die meisten Rentenmärkte werden OTC gehandelt. Auch die Implementierung ist hier komplexer und der Markt weniger liquide.

Das Angebot hat sich in den vergangenen Jahren vervielfacht. Wir konnten über alle Rentenklassen hinweg 65 Strategien identifizieren. Das Angebot reicht von passiven Smart-Beta- bis hin zu aktiven High-Alpha-Ansätzen. Erste Track Records, wenngleich mit kurzer Historie, sind vielversprechend.

Zunehmend Berücksichtigung findet auch die systematische Integration von ESG-Kriterien bei der Emittentenauswahl, zumindest als Nebenbedingung, im Investmentprozess. In diesem Zusammenhang ist auch der starke Emissionsanstieg von Green Bonds zu sehen, die speziell nachhaltige, zumeist umweltförderliche Projekte finanzieren. Kontrovers ist nach wie vor, ob Anleger einen Aufschlag für diese Art von Wertpapieren zahlen müssen; den sogenannten „Greenium“. Mit der Publizierung des „Report on EU Green Bond Standard“ im Sommer 2019 macht die EU indes Fortschritte in der Etablierung eines einheitlichen Standards für diese Wertpapiere. Ob diese nun in breitem Umfang Platz in institutionellen Portfolios finden werden, ist abzuwarten.

Bleibt noch zu klären, ob sich aktives Management im vergangenen Jahr ausgezahlt hat: In 2019 profitierte der durchschnittliche Manager von seiner Long-Credit-Beta-Positionierung. So konnten 80 Prozent der Manager im Euro- und 67 Prozent im US-Investmentgrade ihre Benchmark schlagen. Bei Emerging Market Bonds und High Yields lag die entsprechende Zahl zwischen 55 und 63 Prozent. Die Schwierigkeit der passiven Abbildung, besonders der beiden letztgenannten Segmente, gepaart mit allgemein sinkenden Gebühren spricht auch weiterhin für aktive Investmentansätze.

Der Zins ist tot. Es lebe der Zins!

Deutsche Versicherungen stehen vor großen Herausforderungen. Die Zinsen fallen und gleichzeitig bestehen Mindestzinsverpflichtungen. Das Problem ist nicht neu, verschärft sich aber zusehends. Denn erstens sind die Zinsen weiter gefallen. Zweitens ist nicht absehbar, dass sie bald wieder deutlich steigen. Und drittens laufen die Anleihen mit hohen Kupons im Bestand nach und nach aus.

Nahezu alle Anleihen, die als sicher gelten, werfen kaum noch Zinsen ab. Und die Anleihen, die einen Zins tragen, besitzen ein mehr oder minder großes Kreditrisiko. Für viele Versicherungen und versicherungsähnliche Anleger geht es jetzt auch darum, bekannte Wege zu verlassen, um neue Anleihen mit auskömmlichen Zinsen zu finden. Einen Fehltritt kann man sich nicht leisten. Das Geschäftsmodell einer Versicherung steht für Sicherheit, die Zahlungsverpflichtungen sind unbedingt zu erfüllen.

Es gibt einen Ausweg aus diesem Dilemma, keinen einfachen aber auch keinen unmöglichen. Von der gewohnten Vorstellung des risikolosen Zinses, der die Mindestverzinsung erfüllt, müssen wir uns ein Stück weit verabschieden. Die Alternative ist arbeitsintensiv und führt zu einer Wahrnehmung von Sicherheit mit hinreichend hoher Qualität. Im Endeffekt ist dafür Erfahrung und Kompetenz in allen wesentlichen globalen Kapitalmärkten nötig, ein professionelles Risikomanagement und ein für die Steuerung von Ertrag und Sicherheit nötiges Daten- und Informationsmanagement.

VAG-orientierte Anleger: Herausforderungen und Lösungen

Die Basis eines Versicherungsportfolios bildet traditionell das Buy-and-hold-Portfolio in der Direktanlage. Hier wird mit Blick auf das HGB-Ergebnis eine bilanziell gesteuerte Kapitalanlage sichergestellt. Die Fristigkeit der Kapitalanlage orientiert sich an den Zahlungsverbindlichkeiten. Sicherheit ist Trumpf. Das Anlageuniversum beschränkte sich in der Vergangenheit auf einen gemessen am gesamten globalen Kapitalmarkt relativ kleinen Kreis bekannter sicherer Anlagen. Diese Welt ist unter Druck geraten, nicht erst in jüngster Zeit, aber die Auswege und Zufluchtsorte sind immer schwieriger zu finden und verlangen immer höhere Expertise. Ein wichtiger Schlüssel für eine erfolgreiche Kapitalanlage von Versicherungen ist die Kenntnis der eigenen Freiheitsgrade. Wenn man die Vielzahl der Restriktionen kennt, denen eine Direktanlage in Deutschland unterliegt, kann man sie zur Optimierung eines

Portfolios nutzen. Der Gesetzgeber hat mit Solvency II neue Wege und Möglichkeiten geöffnet. Die starren klassischen Obergrenzen gelten nicht mehr. Um davon zu profitieren, muss diese Chance vom gesamten Unternehmen getragen werden. Insbesondere die Reporting- und Backoffice-Abteilungen müssen sich auf die neuen Herausforderungen einlassen. Erst dann kann das Portfoliomanagement auch aktiv zu einer tieferen Wertschöpfung beitragen. Das Portfolio- und Risikomanagement ist prozessual und strukturell aufzubauen, zu unterhalten und weiterzuentwickeln, damit nicht nur die Erfordernisse an ein modernes Betriebssystem erfüllt sind, sondern auch den regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Informationsbedürfnissen Genüge getan wird.

Die zentrale Herausforderung ist bereits skizziert: Die durchschnittliche Verzinsung in den Bestandsportfolien fällt und lässt sich in der Neuanlage traditioneller Anlagen von VAG-Anlegern nicht stoppen. Die Lösung lautet nicht einfach, mehr Risiko zu nehmen. Stattdessen gilt es, mehr kalkulierbares Risiko zu nehmen und abseits der traditionellen Asset-Klassen zu investieren. Eine wichtige Komponente ist die Illiquiditätsprämie. Viele VAG-Anleger vergeben diese Chancen und investieren zu viel in marktgängige Produkte. Zudem bieten spezielle Produktkonstruktionen, die zwar einen höheren Analyseaufwand benötigen, aber auch eine höhere Rendite bei verbessertem Kreditrisiko liefern, entscheidenden Mehrwert.

Was weltweite Anleihemärkte zu bieten haben

Neben den klassischen Staatsanleihen, Pfandbriefen und Covered Bonds steigt die Zahl der staatsnahen Emittenten, die sich dem Kapitalmarkt zuwenden. Die MEAG schaut sich für die Direktanlage auch Infrastrukturprojekte mit teilstaatlichen Garantien an. Der Mehrertrag rechtfertigt den höheren Analyseaufwand. Die Anzahl der Asset Manager, die sich solche Projekte anschauen kann, ist überschaubar. Allein durch die geringe Anzahl der Mitbewerber haben professionelle Asset Manager somit einen Vorteil.

Supranationale Organisationen, Agencies und öffentliche Gebietskörperschaften sind vermehrt ansprechbar für Privatplatzierungen. Diesen Emittenten ist gemein, dass sie über eine mehr oder minder starke explizite oder implizite Staatsgarantie verfügen, die allerdings in jedem Einzelfall kritisch geprüft werden muss. Darüber hinaus gilt es die Entwicklung auszunutzen, dass weltweit immer



Matthias Wenzel
Leiter Portfoliomanagement
Renten Euro Core,
MEAG

mehr Emittenten Anleihen in Euro begeben. Abhängig vom Verhältnis des Euro zur jeweiligen Fremdwährung – „Crosscurrency Basis“ – ergeben sich attraktive Investitionsmöglichkeiten. Hier hat die MEAG positive Erfahrungen gemacht und begleitet teils sogar die Emittenten im Vorfeld ihres Euro-Debüts. Der erfolgreiche Aufbau von Vertrauen und Knowhow-Transfer sind dabei für den Emittenten und den Investor die Schlüssel zum Erfolg. Schließlich ist das immer größer werdende Feld der Credits mit einer Vielzahl von strukturierten Produkten wie CLOs und ABS zu nennen. Darüber hinaus können auch im Rahmen des Risikobudgets ungesicherte Fremdwährungsanleihen beigemischt werden. Alternativen gibt es, doch es gilt: erst prüfen, dann investieren.

Der Skeptiker mag hier einwenden, dass sich unter dem Strich das Risiko erhöht. Solange die Märkte laufen, alles kein Problem, aber im Marktstress kommt das dicke Ende. Zugegeben: Ohne mehr Risiko geht es nicht, aber es muss für den Anleger kalkulierbar bleiben. Letztlich geht es für die meisten Anleger nicht mehr darum, ob sie zusätzliche Risiken eingehen wollen, sondern vielmehr, wo es Sinn macht. Viele VAG-orientierte Anleger haben langlaufende Zahlungsverpflichtungen und im Gegensatz dazu eine Kapitalanlage mit deutlich kürzerer Bindung oder einem zu hohen Bestand an einfachen Callables – also vom Emittenten kündbaren Anleihen. Das kann sich rächen. Hier bestehen Chancen, die Bindungsdauer in der Kapitalanlage der Fristigkeit der Verbindlichkeiten sukzessive anzupassen und dabei Renditeaufschläge oder Illiquiditätsprämien zu vereinnahmen. Bei näherer Betrachtung zeigen viele Portfolios Optimierungsmöglichkeiten im Asset-Liability-Management.

Buy and Maintain statt Buy and Hold

Mit Blick auf die typische Direktanlage sind Besonderheiten zu beachten. Illiquide Bestände, wie zum Beispiel Infrastrukturprojekte oder zinsstrukturierte Produkte, sind im Vorfeld auf Herz und Nieren zu prüfen. Ein Verkauf ist selten eine Option. Für den liquiden Teil der Bestände sehen wir das anders. Hier fokussieren wir uns auf ein Buy-and-Maintain-Konzept. Ein „Buy and Maintain“ ist die Weiterentwicklung des klassischen „Buy and Hold“. Bestände können nicht einfach mehr gehalten, sondern müssen im Zeitablauf gepflegt werden. Maintenance = Pflege! Die Bonität muss regelmäßig überprüft und die Portfoliokonstruktion gegebenenfalls ad hoc angepasst werden. Der Portfoliomanager wird eine Änderung

der Bonität mit Blick auf sein Zielfortfolio immer im Auge behalten. Der Unterschied ist, dass man nicht alle Assets unbesehen bis zum Laufzeitende durchhält, sondern entsprechend des Risikos ein aktives Portfolio- und damit aktives Risikomanagement fährt. Der Buy-and-Maintain-Ansatz ist mehrstufig. Im ersten Schritt werden zusammen mit Analysten und Volkswirten die Emittenten auf einen ungestörten Zins- und Tilgungsdienst geprüft. Dabei gibt es weltweit immer mehr positiv geprüfte Emittenten. Daraus resultiert das für uns entscheidende Buy-and-Maintain-Anlageuniversum. Dieses Anlageuniversum nutzen wir, um ein diversifiziertes und ertragsoptimiertes Portfolio zu konstruieren. Um keine Kumulrisiken aufkommen zu lassen, müssen intern eigene dynamische Grenzwerte und Warnschwellen vergeben und überwacht werden.

Professionelles Risikomanagement ist deswegen unabdingbar. Für ein aktives Portfoliomanagement ist das Monitoring von mehreren hundert Emittenten notwendig. Dafür bedarf es erstens: Erfahrung und Kompetenz. Wer riskantere Wege geht, muss sich dafür das nötige Expertenwissen in allen Bereichen des Asset Managements aneignen. Zweitens: Aufwand. Ohne zusätzliche Ressourcen geht es nicht, um Unsicherheiten aufzulösen und Risiken gangbar zu machen. Drittens: Ausgeprägtes Risikobewusstsein im Portfoliomanagement im Kontext des Gesamtportfolios flankiert durch unabhängiges und professionelles Risikomanagement.

Fazit

Angesichts all dieser Herausforderungen müssen VAG-Anleger auf viele Jahre hinaus ihr Anlageportfolio wetterfest machen. Dies kann nur gelingen, wenn das Anlageuniversum deutlich globaler aufgestellt wird und dabei die Vorteile der Diversifizierung konsequent und zielgerichtet genutzt werden. Die neuen Freiheitsgrade, die der Gesetzgeber bietet, müssen genutzt werden. Vermehrte Investitionen auch in analyseaufwendige, illiquidere Strukturen mit hoher Kreditqualität sind dabei ein Schlüssel zum Erfolg. Die dafür notwendigen Investitionen in neue Ressourcen sind nicht unerheblich, aber zahlen sich aus. Ein einfacher Buy-and-hold-Ansatz kann nicht mehr die Lösung sein. Die Devise lautet deswegen: ein aktiv bewirtschaftetes, ertragsoptimiertes und risikokontrolliertes Buy-and-Maintain-Portfolio aufzubauen. Fast jedes konservativ ausgerichtete und traditionell gemanagte Portfolio einer deutschen Versicherung bietet gute Optimierungsoptionen.

Erst Emittent und Emission – dann das Segment

Interview mit Frank Becker

Die Duration lang und die Bonität niedrig erwies sich als simples Erfolgsrezept. Was ist das Erfolgsrezept für die Zukunft?

So einfach ist es leider nicht. Es gibt keine Standardantwort. Jeder Anleger hat spezifische Ziele. Zunächst gilt es, den Bestand mit Blick auf die Anlegerziele zu analysieren, ein Zielportfolio zu definieren und daraus dann den Anlagevorschlag abzuleiten.

Ergebnis kann sein, dass die Vereinnahmung von Illiquiditätsprämien empfehlenswert ist und gezielt qualitätsorientiert in etwas niedrige Bonitäten investiert werden sollte. Entscheidend ist hier die wirkliche Kreditqualität, die in jedem Einzelfall genau unter Berücksichtigung einer auskömmlichen Rendite analysiert werden sollte. Eine tiefe Analyse der Kreditqualität und eine auf die Anlegerziele ausgerichtete, breit diversifizierte Anlage dürfte auch künftig wichtig in der konservativen, auf Anleihen dominierten Kapitalanlage bleiben. Wir verfolgen diesen Ansatz seit unserer Gründung vor 20 Jahren für unsere Mandanten innerhalb der Munich Re Gruppe.

Welches Anleihensegment empfehlen Sie?

Eine eindeutige, für jeden Anleger gültige Empfehlung gibt es auch hier nicht. Zur weiteren Diversifizierung und Renditeoptimierung spezialisieren wir uns auf Fixed-Income-Segmente, in denen wir ausgewählte Anleihen identifizieren, die gemessen am Risiko einen attraktiven Ertrag bieten. Wichtig ist dabei immer, das Risiko genau zu analysieren, um es so exakt wie möglich taxieren zu können. Es ist also weniger eine Frage des Segments als des Emittenten und der Anleihe selbst.

Wie managen Sie Liquiditätsrisiken?

Im Grundsatz sind die Kapitalanlagen auf die Zahlungsverbindlichkeiten der Anleger abgestimmt, so dass Liquiditätsrisiken keine hohe Bedeutung mehr haben können. Bei signifikanten Kreditrisiken limitieren und strukturieren wir die Restlaufzeiten so, dass wir jederzeit hinreichend liquide sind. Die Liquiditätspuffer sind unter allen Umständen hoch genug zu halten.

Sie stehen für aktives Management, Investoren schätzen aber aus Kostengründen Buy-and-Maintain-Ansätze.

Zwischen Buy-and-Maintain und aktivem Management sehen wir keinen Widerspruch. Im Gegenteil: Wir kombinieren das Beste aus beiden Welten. Ein Buy-and-Maintain-Portfolio muss unseres Erachtens aktiv bewirtschaftet werden, das heißt in regelmäßigen Abständen beurteilt werden, ob es den Ansprüchen des Anlegers und seines Zielsystems genügt. In der Praxis ergeben sich hieraus viele Impulse zur weiteren Optimierung. Jeder Basispunkt, den wir dabei generieren können, ist für den Anleger wertvoll. Aktuell managen wir über 130 Milliarden Euro in unterschiedlichen Formen von Buy-and-Maintain-Portfolien.

Was ist Ihre Fee-Politik für Buy-and-Maintain-Mandate?

Unser Ansatz für Buy and Maintain ist aktiv. Häufig werden Leistungen für ein Bestandsportfolio, beispielsweise Monitoring, im Zusammenhang mit dem Management von Mittelzuflüssen (Portfoliokonstruktion, Portfoliomanagement und Weiterentwicklung des Portfolios sowie Risikomanagement) angeboten. Entscheidend für die Preisgestaltung ist die gesamte Wertschöpfungskette, die wir den Kunden bieten.

Wie können Corporate Bonds noch Chancen bieten?

In der Breite des Marktes sind die Risikoprämien stark zusammengelaufen. Entsprechend sollte in Corporate Bonds nur noch sehr selektiv investiert werden. Anziehende Unternehmensergebnisse könnten allerdings für positive Signale sorgen, um dort weiter zu investieren. Derzeit würden wir allerdings den entsprechenden Aktien die größeren Chancen einräumen, vorausgesetzt, der Anleger kann sich das Risiko leisten.

BBB-Credits dominieren den Investment-Grade. Besteht Grund zur Sorge?

Die große relative Bedeutung der BBB-Credits ist ein Ergebnis aus Angebot und Nachfrage. Zum einen gibt es viele Anleger, die dieses Rating nachfragen, zum anderen ist für die Kreditnehmer die Verzinsung so niedrig wie selten. Entsprechend hoch ist die Bereitschaft, auf dem Kapitalmarkt frisches Geld aufzunehmen. Marktsystemisch besteht kein Grund zur Sorge, aber natürlich sind idiosynkratische Risiken zu beachten.

Was können alternative Renditequellen sein? FX, Leerverkäufe, Illiquidität, Vorkäufe, Nachträge?

Die genannten Beispiele gehören zu den alternativen Renditequellen, es kommt allerdings auf die spezifischen Anlegerziele und das bestehende Portfolio an. Fremdwährungen für sich genommen sind für Anleger mit Zahlungsverpflichtungen im Euro meist nicht erste Wahl. In einem Euro-Portfolio kann allerdings eine Fremdwährungsanleihe zur Abrundung positiv zum Gesamtergebnis beitragen. Leerverkäufe gehören meist nicht zu den Geschäften, die für unsere Anleger zulässig sind.



Frank Becker
Geschäftsführer
Institutionelle Kunden,
MEAG

Illiquiditätsprämien gehören dagegen zu den Renditetreibern, die wir ständig im Auge haben. In einem intelligent strukturierten Portfolio können höhere Illiquiditätsprämien vereinnahmt werden, ohne zwingend das Gesamtrisiko zu erhöhen. Vorkäufe gehören zu den Alternativen, die wir uns immer besonders sorgfältig ansehen, um hier keine versteckten Risiken einzugehen. Vorkäufe stellen häufig einen wichtigen Baustein in einem längerfristig ausgerichteten Portfolio zur Cashflow-Planung dar.

Welches Portfolio empfiehlt sich, um Ausschüttungen zu forcieren? Welches, um weitere Kurssteigerungen zu erzielen?

In einem Portfolio zur Bedeckung von Zahlungsverpflichtungen sind planbare Rückzahlungen beziehungsweise Ausschüttungen ein untrennbarer Bestandteil. In Frage kommen hier beispielsweise Darlehen mit öffentlichen Garantien, strukturierte Investitionen, wie Multitranchen mit optionaler Aufstockung, oder Vorkäufe, mit denen sich ordentliche Erträge planen lassen. Die Möglichkeit des Aufbaus von stillen Reserven wird von vielen VAG-orientierten Anlegern geschätzt. Die Direktanlage ist dafür ideal, um im Anlagevermögen Reserven zu bilden.

Inwiefern machen Green Bonds Sinn?

Erwarten Sie weniger Risiko?

Nachhaltigkeit ist ein Thema, mit dem sich mittlerweile nahezu alle Investoren beschäftigen. Ich bin überzeugt, dass sich entsprechend der gesamte Kapitalmarkt bewegen wird und nicht-nachhaltige Produkte zunehmend Schwierigkeiten bekommen werden, weiter am Markt bestehen zu können.

ESG-Kriterien werden wir dabei in der Breite über unser gesamtes Anlageuniversum umsetzen. Sogenannte „Green Bonds“ werden wir den gleichen harten Kriterien unterwerfen, wie alle anderen Anlagen auch. Ob diese mehr Rendite und weniger Risiko bringen, muss die Einzelanalyse zeigen.

Insgesamt bin ich überzeugt, dass die Anwendung von ESG-Kriterien Risiken transparent macht, die wir sonst nicht erkannt hätten. Es lohnt sich auf jeden Fall, nachhaltig zu investieren.

Machen bei Emerging Markets Local Bonds Sinn? Nein, wenn man an die Verpflichtungsseite denkt? Ja, weil die Hedgkosten für den Dollar zu teuer sind und bei einem offenen FX-Risk Locals interessanter als Dollar Bonds sind?

Investitionen in Emerging Local Markets sind sinnvoll und bieten Euro-Investoren Renditevorteile und Diversifikationseffekte durch Partizipation an Zins- und Währungsentwicklungen. Die Einschätzung von Emerging-Markets-Anleihen in lokalen Währungen ist dabei notwendigerweise immer zusammen mit der Währungseinschätzung vorzunehmen. Dies zeigt sich bei der MEAG auch innerhalb der Organisation: Die Teams „Emerging Markets Anleihen“ und „Währungen“ sind in einer Abteilung gebündelt.

Aktuell steht die durchschnittliche Verzinsung der Local-Emerging-Markets-Anleihenmärkte mit über fünf Prozent weit über der Verzinsung vergleichbarer Anleihen in Euro oder US-Dollar. Die lokalen Volkswirtschaften sind noch lange nicht mit dem globalen Wirtschaftszyklus synchronisiert und Investments in diese Märkte liefern gute Diversifikationsbausteine für ein sonst rein

in Euro investiertes Portfolio. Währungschancen werden bei der MEAG durch eine aktive Steuerung der Portfolio-Währungsexponierungen genutzt, während dagegen Währungsrisiken durch den Einsatz von Derivaten reduziert werden. In Local Emerging Markets mit steilen Renditestrukturkurven sind Währungssicherungskosten gering im Vergleich zu dem Zusatzertrag, der auf der Zinsseite erwirtschaftet werden kann.

Wie lautet Ihre Fixed-Income-Empfehlung für Stiftungen? Wie gelingt diesen mit Bonds der Spagat zwischen der Erzielung von ausreichenden ordentlichen Erträgen und dem Kapitalerhalt?

Die richtige Mischung macht den Erfolg aus. Bei Bestandsportfolien ist zunächst die Kreditqualität zu untersuchen und mit Blick auf die Anlageziele zu analysieren.

Für Neuinvestments von Stiftungen mit Zahlungsverpflichtungen in Euro können Osteuropa- oder Emerging-Markets-Anleihen einen Mehrertrag liefern, es bieten sich aber auch Supranationals, Agencies, Sub-Sovereigns oder ausgewählte Credits an. Der richtige Anlagemix aus Staatsanleihen, Covered Bonds und den benannten Anleihen ist der entscheidende Schlüssel einer erfolgreichen Anlage, um hinreichende ordentliche Erträge zu erzielen und dies bei gleichzeitig akzeptablen Risiken.

Eine besondere Bedeutung kommt im Portfoliomanagement der Analyse der idiosynkratischen Risiken und tiefen Emittentenanalyse zu. So kann guten Gewissens in niedrigere Bonitäten investiert werden, weil der Investor die Risiken kennt und mit ihnen auch in adversen Markt-konstellationen zurechtkommt.

Smarte Credits

Die Jagd auf Faktorprämien ist bei Aktien mittlerweile weit verbreitet. Ein Mittelweg zwischen aktivem und passivem Management ist für Investoren aber auch im Credit-Universum interessant. Smart Beta bei Unternehmensanleihen weist aber diverse Besonderheiten und Unterschiede zu den typischen Aktien-Faktorprämien auf, die es zu beachten gilt.

Unter den 100 Unternehmensanleihen-ETFs ist das Smart-Credit-Angebot vergleichsweise dürftig. Hier findet sich der Ossiam Solactive Moody's Analytics IG Euro Select Credit ETF, der eine Quality-/Value-Ausrichtung verfolgt. Weiter kann man eine Handvoll Fallen-Angels-ETFs und drei Short-Duration-ETFs entdecken, die auf die Vereinnahmung entsprechender Marktanomalien abzielen. Fällt eine Anleihe aus dem Investment Grade, erhöht sich deren Rendite deutlicher als bei anderen Bonitätsabstufungen. Bezüglich Short Duration teilt Patrick Houweling, Lead Portfolio Manager und Researcher Quant Credits bei Robeco, mit, dass es definitiv bei Credits den Maturity-Effekt gibt, dass Bonds mit kurzer Duration höhere Renditen als die Pendants mit langer Duration abwerfen. „Dieser Short-Maturity-Effekt existiert sowohl im Investment Grade als auch bei High Yields“, so Houweling. Zudem ist die Volatilität bei Bonds mit kurzer Laufzeit geringer. Houweling: „Dies widerspricht der traditionellen Fachliteratur, dass größere Risiken mit größeren Returns belohnt werden. Stattdessen zeigt sich eine Low-Risk-Anomalie.“

Für Credits nur wenig Smart Beta ETFs

Experten prophezeien jedoch ein wachsendes Angebot und somit auch eine Smart-Beta-Erfolgsstory auf der Corporate-Bond-Seite. Neu hinzugekommen sind Produkte der Sustainable Development Management, SD-M. Gründer und Gesellschafter Dr. Axel Hesse: „Die Integration von ESG-Indikatoren in drei Credit-Indizes ergab mittel- und langfristige Outperformance.“

Damit Smart Betas bei Anleihen ihre renditesteigernde oder risikominimierende Wirkung entfalten können, neigt man in der Umsetzung dazu, die Duration zu neutralisieren. Die Mehrzahl der Bond-Investoren braucht jedoch eine möglichst lange Duration für das Asset-Liability-Management. Weiter kann man anmerken, dass Durationsmanagement in der Regel Top Down erfolgt und Faktorprämien Bottom Up gesucht werden, sich der Blickwinkel

also sehr unterscheidet. Eine große deutsche Versicherung teilt mit, dass man sich derzeit mit Faktorprämien bei Credits beschäftigt, das Thema aber noch nicht in der erforderlichen Tiefe durchdrungen habe. Sich eingehend mit den Smart-Beta-Spezifika auf der Renten-seite vertraut zu machen ist auch ratsam. Value, Momentum oder Low Risk klingen zwar vertraut. „Die Smart-Beta-Konzepte bei Aktien und Bonds basieren jedoch nicht auf derselben Theorie“, so Alexandre Duriez von Ossiam. „Oft werden Konzepte zu Aktienrisiken einfach für Fixed Income übernommen. Anleihenrisiken müssen aber anders analysiert werden!“ Diese Aussage des Partner und Co-Head of Investment Management and Research ist allein schon deshalb einsichtig, weil die Growth-Prämie bei Credits wenig Sinn macht. Zudem hat ein Emittent in der Regel nur eine Aktiegattung ausstehen, beim Fremdkapital aber möglicherweise viele verschiedene Bond-Emissionen mit unterschiedlichen Eigenschaften.

Ein Unternehmen, das in der Aktienwelt als Value gilt, muss auch nicht unbedingt in der Bond-Welt als Value firmieren. So erscheinen die Aktien von BMW mit einem KGV von unter sieben und einer Dividendenrendite von über fünf Prozent als typisch Value. Negativverzinsungen bei den Euro-Anleihen bis zu einer Laufzeit bis 2025 zeugen eher von Quality. Insgesamt hat BMW laut dem Portal Bondboard 76 Anleihen in fünf verschiedenen Währungen ausstehen. Allein schon auf Grund dieser hohen Anzahl sollte es nicht überraschen, dass auch innerhalb der Bonds manche Emissionen als teuer und andere als günstig erscheinen.

Quality mit wenig Rendite, Value mit viel Risiko

Der größte Unterschied bei der Anwendung von Smart-Beta-Strategien zwischen Aktien und Fixed Income liegt für Duriez aber darin, dass man bei Anleihen Quality nicht von Value trennen kann. Während auf der Aktienseite ein Quality-Manager Unternehmen mit robusten Geschäftsmodellen selektiert und ein Value-Manager unterbewertete Aktien, würde ein solcher Ansatz bei Bonds zum Kauf von sehr teuren oder sehr riskanten Krediten führen. Innerhalb von Fixed Income ist es darum für Duriez „smart“, Quality und Value richtig auszubalancieren. Dies kann über passende Qualitätsmaße erfolgen oder über die Identifikation von Wertpapieren, die im Vergleich zu anderen Wertpapieren vergleichbarer Qualität relativ günstig sind. Alexandre Duriez verweist zudem als weitere Schwierigkeit darauf hin, dass auf der Anleihe-seite historische Preisdaten



Patrick Eisele
Chefredakteur
portfolio institutionell

schwieriger als auf der Aktienseite zu bekommen seien und dass es auch darum bei Anleihen bezüglich Smart Beta noch weniger Research gibt. Lucette Yvernault, Head of Systematic Fixed Income & Portfolio Manager bei Fidelity, macht noch auf einen weiteren Unterschied zwischen Aktien- und Anleihen-Smart-Betas aufmerksam: „Die meisten Aktien werden mit einem Faktor beschrieben. Anleihen weisen dagegen mehrere Faktoren auf. Die große Frage ist somit, welches Gewicht die einzelnen Faktoren haben.“ Fidelity stützt sich auf Valuation, Fundamentals und Momentum auf Ebene des Emittenten. Insgesamt seien es 200 Faktoren, die auch mit Hilfe von künstlicher Intelligenz analysiert werden.

Ein Smart-Beta-Pionier ist Robeco. Bereits Mitte der 90er entwickelten Robecos Quantexperten ein Modell zur Aktienselektion. Durch die Zusammenarbeit mit den Bond-Spezialisten von Lehman Brothers gewann man Zugang zu historischen Unternehmensanleihen-Daten und destillierte auf dieser Basis Low Risk, Quality, Value, Momentum und Size als Faktorprämien. „Unsere erste Credit-Faktorinvesting-Strategie ging 2005 live und bezog sich auf High Yields“, erklärt Patrick Houweling von Robeco. „Wir nutzen die gleichen Faktordefinitionen für Investment-Grade-Anleihen sowie High Yields und kamen in beiden Segmenten auf ähnliche Ergebnisse.“

Höhere Sharpe Ratios für niedrigere Management Fees

Geschätzt werden Faktor-Investing-Strategien nach Erkenntnissen von Houweling von vielen Kunden zur Diversifikation zu traditionell fundamentalen Credit- oder High-Yield-Allokationen. Im Schnitt liege diese Korrelation bei minus 0,2. Neben dem Diversifikationsargument spräche die Verbesserung der Risiko-Rendite-Eigenschaften dafür – und dies auch nach Kosten. „Factor-Credit-Fonds kommen auf höhere Sharpe Ratios und niedrigere Management Fees als fundamental gemanagte Fonds“, so Houweling. Im Investment-Grade-Universum will der Asset Manager die Global Credit Benchmark im Schnitt über einen Kreditzyklus vor Kosten um ein Prozent schlagen – ohne mehr Risiko bezüglich Bonität, Duration oder Währungen einzugehen. Bei High Yields sei das Outperformance-Potenzial etwas höher.

Sinnvoll könne aber auch sein, abhängig von Kundenbedürfnissen einzelne Faktoren überzugewichten. Je nach Gusto können dann

höhere Renditen bei gleichem Risiko oder gleiche Renditen bei niedrigerem Risiko angepeilt werden. Im Falle von beispielsweise konservativen Credit-Strategien geht der Asset Manager ein Übergewicht bei Low Risk und Quality ein. „Eine solche Strategie, die langfristig keine Abstriche beim Return macht, eignet sich wegen der reduzierten Volatilität insbesondere für Solvency-II-Investoren“, so Houweling. Diese konservative Credit-Strategie erziele eine hohe Rendite auf das geforderte Solvenzkapital.

Weniger vorteilhaft ist eine solche defensive Strategie jedoch, dass Low Risk und Quality typischerweise in Bullenmärkten underperformen. Value wiederum kann nicht überzeugen, wenn Mean Reversions länger als erwartet auf sich warten lassen. Momentum schwächelt bei einem abrupten Trend-Wechsel. Size bekommt Probleme, wenn am Markt Liquiditätsrisiken auftreten. „Generell ist festzustellen, dass es bei geringer Cross-Sektionaler-Dispersion und wenigen Credit Events für jede aktive Investment-Strategie schwierig ist, mit einer Bottom-Up-Emittenten-Selektion den Markt zu schlagen“, erklärt Houweling. Auch der 2018 gestarteten Quality-Strategie von Ossiam fällt es im aktuellen Marktumfeld schwer, ihre Qualitäten auszuspielen und liegt seit Auflegung hinter dem Index.

Transaktionskosten sind ein kritischer Punkt

Der große Knackpunkt der Faktorprämien-Ernte sind aber nicht Bullenmärkte oder wie sich ein einzelner Faktor entwickelt, sondern die Liquidität. Mit dieser sind Credits und High Yields bereits in normalen Marktphasen nicht gesegnet, so dass ein größerer Turnover im Portfolio kostspielig wird. Der Select Credit ETF von Ossiam bildet die Wertentwicklung des zugrunde liegenden Index auch wegen der Transaktionskosten synthetisch ab. Bei der Selektion eines Asset Managers sollten die Transaktionskosten ein wichtiges Kriterium sein. Fidelity betont, dass es sich bei der Rendite von acht bis neun Basispunkten im Monat um ein Resultat nach Transaktionskosten handle und dass ein Ausweis nach diesem Kostenblock in der Branche eher ungewöhnlich sei. Ein Bond sollte also nicht nur interessante Faktorprämien haben, sondern auch relativ liquide und zu geringen Transaktionskosten zu handeln sein. Dann kann Smart Credit eine interessante Beimischung für Investoren sein. Die Renditeprobleme lassen sich aber auch mit Faktorprämien nicht lösen.

BOND-STRATEGIEN 2020

wird Ihnen überreicht durch portfolio institutionell
mit freundlicher Unterstützung von:



A Munich Re company

MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH

Frank Becker

Geschäftsführer Institutionelle Kunden

Am Münchner Tor 1

80805 München

T: +49 (0)89 24 89 – 28 00

FBecker@meag.com

Herausgeber:

portfolio Verlagsgesellschaft mbH
Kleine Hochstraße 9–11
60313 Frankfurt am Main

Kontakt:

Oneeba Sammi
Tel.: +49 (0) 69 8570 8152
o.sammi@portfolio-verlag.com

Druck:

Silber Druck oHG
Otto-Hahn-Straße 25
34253 Lohfelden

Autoren:

Patrick Eisele, Ori Gotfrid, Matthias Wenzel

Bildnachweis:

Titel: Stockphoto

© Copyright: portfolio Verlagsgesellschaft mbH. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck in jeglicher Form, auch Fotokopien, nur nach vorheriger, schriftlicher Genehmigung des Verlages. Den Artikeln, Empfehlungen und Grafiken liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit können Redaktion und Verlag allerdings nicht übernehmen.

Rechtliche Hinweise:

Alle veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Wir empfehlen Ihnen vor Erwerb ein eingehendes Beratungsgespräch mit Ihrem Anlageberater. Alle Angaben und Einschätzungen sind indikativ und können sich jederzeit ändern. Bei dieser Information handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse nach aufsichtsrechtlichen Bestimmungen, sondern um eine Werbemittelung, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt und nicht einem Verbot des Handels vor Veröffentlichung von Finanzanalysen unterliegt.



MEAG ist Ihr Spezialist im Asset Management.

Der Kompetenz- und Wissenstransfer mit Munich Re unterstützt die MEAG, Risiken in den Assetklassen frühzeitig zu erkennen und Chancen zu nutzen. Dabei partizipieren institutionelle und private Investoren am breiten Know-how der MEAG als Asset Manager von Munich Re mit ERGO, dem weltweit führenden Anbieter von Rück- und Erstversicherung.

Bestnote A+ im Modul „Strategy and Governance“ und Note A in allen fünf Modulen „Fixed Income“ für Munich Re im PRI Assessment 2019. Munich Re gehört zu den Erstunterzeichnern der von den „Vereinten Nationen“ (UN) unterstützten PRI, an deren Ausarbeitung Munich Re maßgeblich beteiligt war.

Signatory of:



Kontakt: +49 89 2489 2489, info@meag.com, meag.com