

# Flexible Anleihestrategien als Antwort

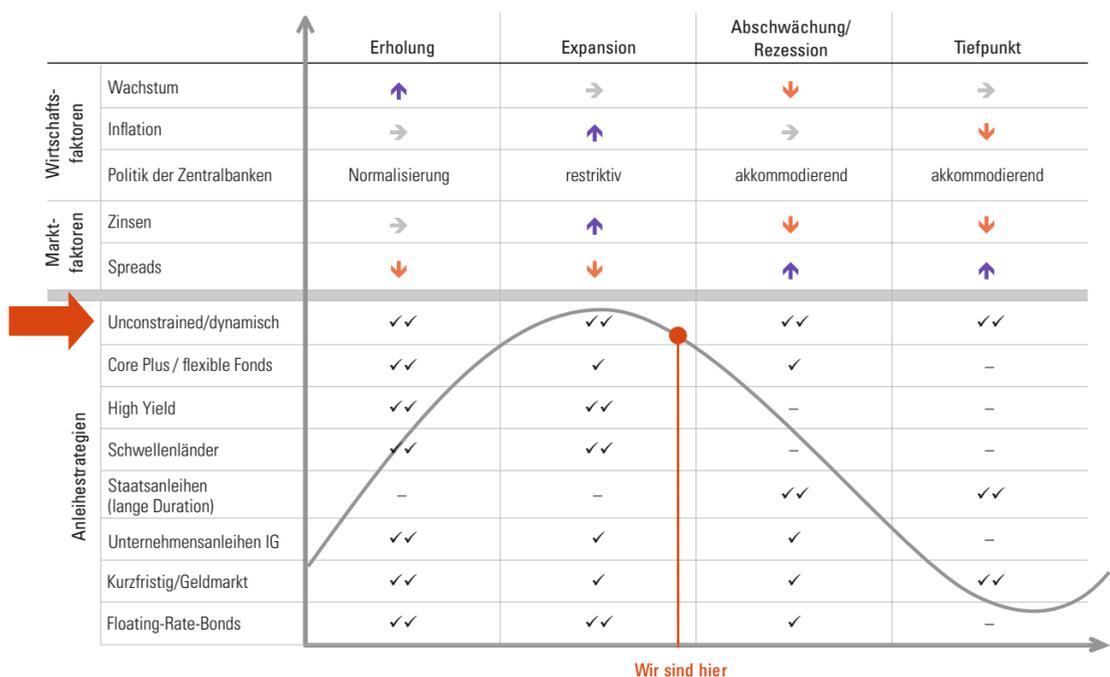
Die Zinswende hat eingesetzt – vorerst vor allem in den USA. Damit ist auch die Volatilität zurück an den Obligationenmärkten. Wie soll sich der Investor in diesem Umfeld positionieren? Von Charlotte Bänninger und Martin D. Wiethüchter

In einem Portfolio haben festverzinsliche Anlagen den Zweck, das Vermögen zu stabilisieren und durch Couponzahlungen für regelmässiges Einkommen zu sorgen. Letztgenanntes war in den vergangenen Jahren angesichts der tiefen Zinsen anspruchsvoll, doch die Zinswende hat, zunächst in den USA, begonnen. Die amerikanische Notenbank Fed hat nach der letzten Leitzinserhöhung im Dezember 2018 für das laufende Jahr zwei weitere Erhöhungen in Aussicht gestellt, und auch andere Zentralbanken sind mit ihrer Geldpolitik auf einen Normalisierungskurs eingeschwenkt. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat ihr Anleihekupprogramm per Ende letzten Jahres gestoppt. Gelder aus auslaufenden Anleihen will sie aber so lange wie erforderlich reinvestieren. Der Leitzins im Euro-Raum bleibt voraussichtlich bis zum Ende dieses Jahres unverändert.

## Die Volatilität ist zurück

Mit der Beendigung der Anleihekäufe durch die Zentralbanken steigen nicht nur die Renditen, auch die Volatilität ist zurück. In den vergangenen Jahren hatte die Volatilität an den Anleihemärkten abgenommen, doch 2018 hat gezeigt, dass politische Themen wieder vermehrt in den Vordergrund treten und idiosynkratische Risiken spürbar zunehmen. Die Rückkehr der Volatilität an den Anleihemärkten bedeutet, dass mit erhöhten Kursschwankungen zu rechnen ist, was Chancen und Gefahren bergen kann. Laufzeit und Qualität einer Anleihe sowie schuldnerepezifische und technische Aspekte bestimmen, in welchem Ausmass deren Wert schwankt. Je länger die Restlaufzeit, desto mehr Ungewissheit gibt es über Zinszahlungen und die Kapitalrückzahlung. In Phasen mit hoher Volatilität sind deshalb Anleihen mit kürzeren Laufzeiten vorzuziehen, da sie weniger schwanken werden. Titel mit schlechterer Schuldnerqualität wiederum sind volatiliter als erstklassige Papiere, da ein Ausfall durch den Konkurs eines Emittenten wahrscheinlicher ist, wenn die Liquiditätszufuhr abnimmt.

## Die Marktphasen optimal ausnutzen



QUELLE: UBS

NZZ-Infografik/cke.

Wer auf der Suche nach besseren Renditen vermehrt in Anleihen mit höherem Risiko wie etwa in High-Yield-Bonds (hochverzinsliche Anleihen tiefer Bonität) oder in Emerging-Markets-Bonds (Schwellenländeranleihen) investiert, sieht sich womöglich zunehmend titelspezifischen Risiken ausgesetzt, die er allenfalls nicht mehr tragen will oder kann. Da der Wachstumszyklus weit fortgeschritten ist, steigen tendenziell die Kreditrisikoprämien und mittelfristig möglicherweise auch die Ausfallrisiken.

Da zudem viele Emerging-Markets-Bonds in US-Dollar emittiert wurden, führen höhere Zinsen in den USA und ein stärkerer Dollar zu einer grösseren Belastung der betreffenden Länder. Dies zusätzlich zu den bestehenden län-

derungspezifischen Risiken. Sowohl High-Yield- als auch Emerging-Markets-Anleihen können in einem Portfolio weiterhin einen Mehrwert generieren, doch die gestiegene Volatilität an den Märkten erfordert eine ständige Neubewertung. Darüber hinaus rücken Fundamentaldaten wieder ins Rampenlicht. Es stellt sich daher die Frage, wie die Märkte auf die sich zurücknehmenden Zentralbanken künftig weiter reagieren werden.

Investoren sollten sich längerfristig auf höhere Renditen, einhergehend mit einer steigenden Volatilität, einstellen. In diesem Umfeld bieten aktive Strategien vermehrt Vorteile gegenüber passiven Investments, weil zum Beispiel ein aktiv verwalteter Anleihefonds sich schnell

veränderten Marktverhältnissen anpassen kann.

## Flexibel durch volatile Märkte

Ein hohes Mass an Flexibilität ist für Anleiheinvestoren somit unerlässlich. Eine indexnahe Strategie kann im gegenwärtigen Umfeld wegen der fehlenden Flexibilität schwierig sein. Aber weshalb sich einschränken, wenn ein viel breiteres Anlageuniversum zur Verfügung steht? Sogenannte Unconstrained- oder dynamische Strategien können die ganze Bandbreite von Anleihekategorien nutzen. Dies reicht von Staatsanleihen erstklassiger Schuldnerländer über Unternehmensanleihen, High-Yield-Bonds und Wandelanleihen bis hin zu Schwel-

lenländeranleihen, inflationsgeschützten Titeln oder Fremdwährungen, um das Rendite-Risiko-Profil zu verbessern.

Aktives Management in einer Unconstrained-Anleihestrategie hat den grossen Vorteil, während der verschiedenen Marktphasen in die jeweils aussichtsreichsten Sektoren dynamisch investieren zu können und so die Marktverhältnisse optimal zu nutzen. Dabei können Anlageentscheide unterschiedliche Zeithorizonte haben.

Ein Beispiel: Eine dynamische Anleihestrategie kann die Vorteile der gegenwärtigen Situation in Neuseeland nutzen und neuseeländische Staatsanleihen übergewichten. Denn trotz dem nun kräftigeren Wachstum weist Neuseeland eine sehr niedrige Inflation auf, was die Zentralbank dazu zwingen wird, die lockere Geldpolitik beizubehalten. Gleichzeitig erlaubt es die Strategie, britische Anleihen unterzugewichten, geht man von der Annahme aus, dass es dort weitere Zinserhöhungen gibt. Mit dynamischen Anleihestrategien lassen sich taktische Währungsallokationen vornehmen und/oder unterschiedliche Kreditsegmente bevorzugen.

Der Erfolg einer noch so ausgeklügelten Strategie wird sich erst dann einstellen, wenn sie sich in der Praxis umsetzen lässt. Wie in vielen anderen Anlagesegmenten hat auch bei Unconstrained/Total-Return- oder dynamischen Anleihestrategien die Diversifikation eine enorme Bedeutung. Anlagefonds beispielsweise bieten hier unbestrittene Vorteile. Die Investition in eine Vielzahl von Titeln sorgt dafür, dass das Risiko von Kursverlusten oder Totalausfällen minimiert wird. Zudem werden die Investitionsentscheidungen von Anlagespezialisten getroffen, die das Portfolio ständig überwachen und, wenn nötig, Korrekturen vornehmen. Und schliesslich ermöglichen Fonds den Zugang zu attraktiven Strategien auch für Anleger, die kleinere Summen investieren wollen.

Charlotte Bänninger und Martin D. Wiethüchter, UBS Asset-Management.

# Herausforderungen an einen kleinen Fondsanbieter

An den Märkten diskutiert man meist über die grossen Fondsanbieter und vergleicht deren Performances. Dabei geht oft vergessen, welche Vorteile kleine Fondsboutiquen dem Anleger bieten. Von Peter Zeier

Man kann auch aus Steinen, die in den Weg gelegt werden, etwas Schönes bauen, sagte Goethe. Als kleiner Fondsanbieter hatte man in der Vergangenheit einige Herausforderungen zu bewältigen, und diese werden nicht einfach verschwinden. Vorneweg aber dies: Die Vorzüge einer Fondsboutique übersteigen die Stolpersteine um ein Vielfaches. Freies und unabhängiges Denken, Platz für Individualität und Kreativität, Asset-Management und Kundenakquisition ohne willkürliche Budgetziele erfüllen zu müssen, gemeinsame Erfolgserlebnisse und Misserfolge: Das sind nur ein paar Stichworte zu diesen Vorzügen.

## Partner mit Bedacht wählen

Die Erfahrung von Quantex zeigt, dass der Partnerwahl eine hohe Bedeutung zukommt. Nicht immer ist die schönste Braut, die günstigste Fondsleitung oder die renommierteste Depotbank die richtige. Viel eher spielen schnelle Entscheidungswege, unkomplizierte Prozesse und ein hohes Verständnis für das Geschäft kleiner Fondshäuser eine wichtige Rolle. Diese Lösungsansätze finden diese vor allem bei Partnern, welche nicht nur Milliardenvolumen im Auge haben: also bewegliche und businessorientierte Partner, welche sich mit ähnlichen Themen wie der kleine Fondsanbieter beschäfti-

gen. Die Zahl der unabhängigen Fondsadministratoren ist in den letzten Jahren rückläufig gewesen, was die Partnerwahl deutlich einschränkt.

In Sachen Volumen wird oft die nötige Mindestgrösse für unabhängige Asset-Manager diskutiert. Dabei divergieren die Meinungen zum Volumen für ein nachhaltiges Fortbestehen eines Unternehmens um mehrere hundert Prozent. Die Bedeutung der Grösse darf man nicht unterschätzen, aber ein Alleinstellungsmerkmal dürfte viel mehr Bedeutung haben für eine nachhaltige Entwicklung. Wir brauchen nicht noch mehr vom Gleichen, so wie es viele Bankhäuser mit ihren pseudoaktiven Anlagefonds machen. Die Fokussierung dürfte viele Vorteile mit sich bringen und zukünftig erfolversprechender sein als ein Me-too-Gemischtwarenladen: hohe Glaubwürdigkeit am Markt, Konzentration der Ressourcen, wenig Zeitverschwendung für interne Projekt- und Managementarbeiten, klare Ausrichtung betreffend Zielkunden und -märkte, Vereinfachung der regulatorischen Rahmenbedingungen. Die regulatorischen Hürden können mit einer proaktiven Einstellung überwunden werden. Die Erfahrung zeigt, dass die Aufwände über die Zeit kleiner werden. Man darf die Überregulierung nicht beschönigen, aber wir müssen damit arbeiten lernen.

Auf Einzelfondsebene hat die Grösse aber sehr wohl eine fundamentale Bedeutung. Anlagefonds mit einem Volumen unter 50 Mio. Fr. leiden stark unter den zahlreichen Minimumkosten. Daher spielt auch hier die Fokussierung des eigenen Fondsangebots wieder eine entscheidende Funktion. Bei Quantex wird es beispielsweise niemals ein Sammelsurium an Anlagefonds geben, da die Outperformance ein wichtiger Eckpfeiler der Firmenkultur ist, welcher mit Dutzenden von verschiedenen Fondsstrategien nicht mehr aufrechtzuerhalten ist.

## Herausforderung Vertrieb

Nun die Frage: Wie erreicht man als kleiner und wenig bekannter Anbieter genügend Volumen in einem Anlagefonds? Das Thema Vertrieb ist mit Abstand die grösste Herausforderung. Ohne eine bekannte Marke im Rücken gilt es, aus eigener Kraft das Vertrauen bei potenziellen Kunden aufzubauen. Das funktioniert am besten, wenn die Entscheidungsträger des Fonds und des Kunden im direkten Kontakt stehen. Je mehr Komitees, Berater und Vermittler dazwischenstehen, desto unwahrscheinlicher kommt eine kleine Fondsboutique zum Abschluss. Ausgezeichnete langfristige Anlageergebnisse und die Erarbei-

tung von stabilen Kundenbeziehungen sind matchentscheidend. Daneben gibt es im Marketing für kleine Unternehmen wenig Sinnvolles. Auch gute Marketingideen verpuffen wegen der eingeschränkten Budgets und gehen unter im Konkurrenzkampf mit den grossen Häusern.

Während kleine Fondsanbieter viele dieser Hürden aus eigener Kraft nehmen könnten, gibt es auch einige strukturelle Herausforderungen, die leider nicht beeinflusst werden können. Die Banken vertreiben nach wie vor primär ihre eigenen Anlagefonds, obwohl der Grossteil davon nachweislich keinen Mehrwert generiert. Schweizer Pensionskassen, mittlerweile sogar die kleineren, kaufen wegen des Karriererisikos der Entscheidungsträger auch fast nur noch die Fonds von renommierten Grossanbietern. Die Performance für den Endkunden ist zweitrangig, solange der eigene Job nicht in Gefahr geraten könnte.

## Sich nicht ablenken lassen

Eine weitere grosse Ungleichheit besteht in der Konkurrenz mit Zertifikaten und strukturierten Produkten. Sosehr die Entwicklung zu mehr Transparenz und tieferen Kosten bei Anlagefonds zu begrüssen ist, so sehr erstaunt, dass auf dem Zertifikatemarkt immer noch Wildwest-

Zustände herrschen, wo es oft darum geht, dem Endkunden versteckte Gebühren abzuknöpfen.

Trotz diesen Frustrfaktoren: Der Markt in der Schweiz ist gross, und es gibt sehr viele Investoren, die kleinen Anbietern Geld und Vertrauen schenken. Wenn die Schweiz nicht reicht, dann gibt es auch für kleinere Fondshäuser die Möglichkeit, im Ausland etwas zu versuchen. Natürlich hat die Regulationsflut der letzten zehn Jahre das grenzüberschreitende Geschäft drastisch erschwert, dies gilt auch für Schweizer Anlagefonds. Liechtenstein oder Luxemburg sind aber nahe und erlauben durch UCITS-Fondsstrukturen und verschiedene Vertriebskanäle den Markteintritt in anderen europäischen Ländern.

Dabei besteht die grösste Herausforderung für kleine Anbieter darin, sich auf ein paar Regionen oder Zentren im Ausland zu konzentrieren und sich nicht durch die vielen Opportunitäten ablenken zu lassen. Die Kosten für den Vertrieb können schnell ausufern, und auch auf anderen Märkten ist die Kundenbindung der entscheidende Faktor der Allokation von Fondsgeldern. Wer alle diese Punkte im Auge behält, kann auch im heutigen schwierigen Umfeld ein schönes kleines Fondshaus bauen.

Peter Zeier, CEO Quantex.