

Drei Fragen an vier Experten

Wie sich institutionelle Investoren positionieren sollen, wenn Zentralbanken ihre aufgeblähten Bilanzen abbauen.

UWE SCHWEDEWSKY
LEITER QUANTITATIVES
ASSET MANAGEMENT,
BERENBERG



THOMAS STEINBERGER
CIO, SPÄNGLER IQAM INVEST



RALF AHRENS
LEITER FIXED INCOME,
FRANKFURT TRUST



HARALD PREISLER
CHEFÖKONOM,
BANTLEON BANK



1

Die Zentralbanken müssen ihre aufgeblähte Bilanz abbauen. Was ist Ihr Szenario?

Nach der Finanzkrise 2008/2009 brauchten Wirtschaft und Banken mehr Liquidität als früher. Da die Nachfrage nach Liquidität nicht mehr steigt, erwarten wir, dass die Fed ab Oktober 2017 ihre Bilanz langsam abbauen wird, indem sie nicht mehr alle auslaufenden Anleihen durch neue ersetzt. Die EZB wird 2018 schrittweise ihre Anleihenkäufe beenden, aber erst 2020 ihre Bilanz wieder zurückfahren.

In Europa und Japan steht die Entscheidung über die Beendigung der Zukäufe noch an. Die riskantere Maßnahme war, in großem Stil Wertpapiere mit Zentralbankgeld zu kaufen. Dies hätte zu einem inflationären Schock führen können. Die Fed kann direkt auf das lange Ende der Zinskurve Einfluss nehmen. Dies könnte für Anleger eine positive Entwicklung sein und die Volatilität der US-Zinskurve reduzieren.

Sowohl die Fed als auch die EZB sind in ihren Entscheidungen sehr autonom. Die Fed dürfte bald ihre Pläne für den Abbau, vermutlich ab 2018, konkretisieren. In der Eurozone sind wir von diesem Schritt viel weiter entfernt, da die EZB ihr Bilanzvolumen immer noch ausweitet. Die Diskussion über ein Ende von QE in der Eurozone wird die Märkte aber weiter in ihren Bann ziehen.

Die ultraexpansive Geldpolitik der großen Zentralbanken hat nicht nur die rechtlichen Rahmen überstrapaziert, auch die wirtschaftlichen Grenzen sind überschritten. Die EZB dürfte die Anleihenkäufe 2018 schrittweise reduzieren. Mit einer Reduktion der Bilanz rechnen wir aber nicht vor 2019. Die Fed dürfte diesen Prozess bereits im September dieses Jahres einleiten.

2

Welche Fehler dürfen institutionelle Investoren jetzt nicht machen?

Renditeerwartungen an diverse Asset-Klassen sollten aus der Vergangenheit nicht für die Zukunft fortgeschrieben werden. Zudem sollten sich die Investoren nicht von einem Investitionshype in neuartige Themen treiben lassen – sondern stets eine gründliche Analyse voranstellen. Die fortlaufende Beobachtung der Risikotragfähigkeit hat Priorität. Systematisierte Prozesse sollten etabliert werden.

Der größte Fehler wäre, kurzfristig auf Änderungen in der Marktstimmung zu reagieren. Dadurch entstehen vermeidbare Transaktionskosten und selten gelingt das richtige „Timing“. Sinnvoll ist, bei Euro-Staatsanleihen die Duration etwas zu verkürzen oder das Portfoliogewicht der Asset-Klasse zu reduzieren. Nach dem jahrzehntelangen Zinsabwärtstrend in der Eurozone werden die Zinssätze eher nach oben gehen.

Es ist Vorsicht am Anleihenmarkt angesagt. Die negativen Marktreaktionen auf eine Rede des EZB-Präsidenten Ende Juni zeigen aber, dass auch Aktien und Währungen sensible Investments sind. Das Risikomanagement sollte daher nicht vernachlässigt werden. „Risky Assets“ können empfindliche Wertverluste erleiden, obwohl die konjunkturelle Situation und die Unternehmensnachrichten unverändert gut sind.

Wenn der Nachfragedruck von den Zentralbanken nachlässt, sollten die Kapitalmarktrenditen steigen, was vor allem Staatsanleihen trifft. Investoren, die deshalb Euro-Staatsanleihen dauerhaft aus ihren Portfolios verbannen wollen, setzen sich dem Währungs- und Konjunkturrisiko der verbleibenden Marktsegmente aus. Die Gefahr ist groß, dass damit die Gesamtvolatilität auf Portfolioebene stark zunimmt.

3

Hilft Diversifikation über mögliche Turbulenzen hinweg?

Ja – allerdings nur, wenn Diversifikation sinnvoll integriert wird. Eine detaillierte Analyse der Korrelationseigenschaften der Portfoliobestandteile ist unerlässlich. Was sind die Auswirkungen auf Renditeerwartung und Liquidität des Portfolios? Zudem hat Diversifikation ihre Grenzen. Eine systematische Überwachung des Portfolios aufgrund unvorhergesehener Entwicklungen bleibt unerlässlich.

Ausreichende Diversifikation mit Streuung über verschiedene Asset-Klassen ist ein wesentliches Element jeder langfristig erfolgreichen Anlagestrategie. Dadurch lassen sich sehr effektiv auch negative Folgen steigender Zinssätze abfedern. Im aktuellen Marktumfeld sehen wir für in Euro denominierte Anleihen gute Chancen für Geldmarktpapiere mittlerer Bonitäten bis in den High-Yield-Bereich.

Die breite Diversifikation von Anlageklassen und Einzelrisiken ist immer richtig. Besonders dann, wenn die Erträge der Anlageklassen niedrig oder sogar negativ korreliert sind. Aktuell sehen wir eher die Tendenz eines Gleichlaufs. Diversifikation muss daher zwingend um aktives Portfoliomanagement ergänzt werden, das besonders in turbulenten Marktphasen stark auf Techniken der Risikosteuerung abstellt.

In vielen Portfolios wurde in den vergangenen Jahren der Credit- und Aktienanteil markant erhöht. Sollte es zu Turbulenzen kommen, wären diese Segmente – auch wegen ihrer systembedingten Illiquidität – besonders hohen Risiken ausgesetzt. Ein höherer Diversifikationsgrad wäre daher durchaus empfehlenswert, aber nicht nur über Märkte hinweg, sondern auch über Investment-Stile.