

## TEURE WETTE AUF DIE ZINSWENDE

Viele aktive Anleihemanager hat die lockere Geldpolitik der Notenbanken überrascht. Sie haben sich für steigende Zinsen gewappnet – und dafür auf Rendite verzichtet.

Jakob Blume, Frankfurt

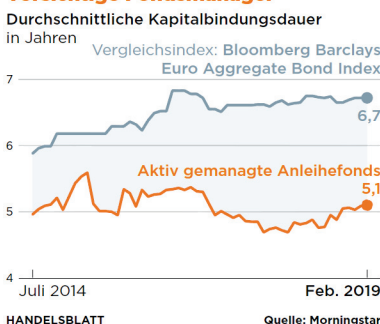
Steigende Zinsen sind das Schreckensszenario für jeden Anleihemanager. Heben die Notenbanken die Leitzinsen an, reagieren Anleihen sofort: Die Kurse fallen, im Gegenzug steigend die Renditen. Für die Fondsmanager bedeutet das: Ihr Portfolio verliert an Wert. Die angelegten Kundengelder vor Verlusten bei steigenden Zinsen zu schützen gehört daher zu den wichtigsten Aufgaben von aktiven Anleihemanagern. Doch Daten des Fondsanalysehauses Morningstar legen nahe, dass sich zuletzt viele Manager dabei verspekuliert haben.

Der Schlüssel verbirgt sich hinter dem Fachbegriff Duration, der Kapitalbindungsdauer: Die Kennziffer, die jeder Anleihefonds ausweist, drückt den durchschnittlichen Zeitraum in Jahren aus, den ein Investor warten muss, bis er sein Geld inklusive Zinszahlungen zurück erhält. Je länger dieser Zeitraum ist, desto größere Auswirkungen haben Zinsänderungen auf das Portfolio. Die Duration ist für Anleger deshalb die zentrale Kennziffer um abzuschätzen zu können, wie stark ein Zinsanstieg den Wert des Portfolios beeinflussen würde. Ein Anleiheportfolio mit einer durchschnittlichen Duration von fünf Jahren verliert grob gerechnet fünf Prozent seines Werts, wenn die Zinsen um einen Prozentpunkt steigen.

Die Morningstar-Daten zeigen: Die Duration des wichtigsten europäischen Anleiheindex, des Bloomberg Barclays Euro Aggregate, liegt mit 6,7 Jahren aktuell um 1,6 Jahre höher als die durchschnittliche Duration aktiv gemanagter Europa-Anleihefonds. Ein Grund dafür: Viele Staaten und Unternehmen haben die Niedrigzinsphase dazu genutzt, sich langfristig zu niedrigen Kuponzinsen zu verschulden. Dadurch steigt auch die durchschnittliche Duration der Anleiheindizes stetig an. Viele aktive Manager haben die Duration in ihren Portfolios dagegen nicht im gleichen Maß gesteigert – und damit aus Angst vor steigenden Zinsen auf Rendite verzichtet. Doch nach der Kehrtwende der Notenbanken im Frühjahr 2019 zeigt sich: Die Wette ist nicht aufgegangen. Morningstar-Analyst Ali Masarwah zufolge habe das sicherlich dazu beigetragen, dass einige Anleihemanager bei der Performance hinter dem Vergleichsindex zurückliegen. Mit knapp zwei Jahren war der Unterschied zwischen Index und aktiven

Fonds im Sommer 2018 besonders hoch: Zu der Zeit rechneten die Investoren mit mindestens vier Zinsschritten der US-Notenbank im Jahr 2019, JP-Morgan-Chef Jamie Dimon warnte vor Renditen von fünf Prozent für zehnjährige US-Staatsanleihen. Doch es kam anders: Zunächst setzte Fed-Chef Jerome Powell die Zinsschritte aus, dann erteilte EZB-Chef Mario Draghi einer Zinserhöhung im Jahr 2019 eine Absage. Christel Rendu de Lint, Chefanlagestrategin bei der Schweizer Bank UBP, sagt: „Das war ein grundlegender Richtungswechsel.“ Sie ist überzeugt: „Der Zinserhöhungszyklus ist zu Ende.“ Viele Fondsmanager habe der Schritt auf dem falschen Fuß erwischt, bestätigt sie. „Investoren haben das Ausmaß eines möglichen Ausverkaufs bei Anleihen überschätzt. Das war eine Überraschung für den gesamten Markt.“

### Vorsichtige Fondsmanager



### Duration zahlt sich langfristig aus

Besonders gelitten haben Fonds, die über komplexe Finanzinstrumente ihre Duration gedrückt haben. Mithilfe von Terminkontrakten können Profi Investoren auf fallende Kurse etwa von Bundesanleihen setzen – eine Strategie, die bei steigenden Zinsen Gewinne abwirft und Kursverluste im Rest des Portfolios ausgleichen kann. Doch Wetten auf fallende Kurse von Bundesanleihen waren zuletzt extrem verlustreich: Seit Jahresbeginn ist der Kurs der zehnjährigen Bundesanleihe in der Spitze um 3,6 Prozent gestiegen. „Diese Strategie hat Investoren Geld gekostet“, sagt Rendu de Lint.

Auch Fondsmanager Martin Wilhelm, der den rund 900 Millionen schweren Acatis-IfK-Value-Rentenfonds verwaltet, bestätigt: „Auf einen Zinsanstieg zu wetten ist eine Strategie mit erheblichen Risiken.“ Wer länger auf fallende Kurse

setzt, muss auslaufende Terminkontrakte immer wieder erneuern, sagt er. Dabei können sogenannte Rollverluste anfallen. „Das tut manchmal richtig weh“, sagt Wilhelm. Hinzu kommt: In Stressphasen an den Märkten greifen Investoren plötzlich zu sicheren Häfen wie Bundesanleihen. Wer zu diesem Zeitpunkt in einer über Terminkontrakte abgewickelten Wette auf fallende Kurse von Bundesanleihen steckt, muss mit massiven Verlusten rechnen. Zur Hochzeit der Zinsanstiegssorgen wurden zudem Fonds mit extrem kurzer Duration beworben.

Wilhelm der Morningstar zufolge seit 2015 stets den Vergleichsindex geschlagen hat, hält nichts von solchen Strategien: „Das war vor allem ein Marketinginstrument, weil es schwer war in den vergangenen zwei, drei Jahren, mit Anleihen Rendite zu erzielen.“ Langfristig seien diejenigen Manager belohnt worden, die auf eine höhere Duration gesetzt haben. „Drei bis sieben Jahre ist der Bereich, in dem wir uns am wohlsten fühlen.“

Auch UBP-Strategin Rendu de Lint rät den Managern ihres Hauses, die Duration ihrer Anleiheportfolios zu erhöhen. Sie hat jedoch Verständnis dafür, dass viele aktive Manager lange daran festgehalten haben, ihre Portfolios gegen einen möglichen Zinsanstieg abzusichern. „Wäre es zu weiteren Zinsanhebungen gekommen, hätten die Kunden ihnen die Verluste wohl kaum verziehen.“

Investoren müssten sich nach der Absage der Zinswende an ein neues Anlageumfeld mit niedrigen Wachstumsraten und niedrigen Inflationsraten gewöhnen.

Die beste Strategie dafür sei, neben einer höheren Duration verstärkt Unternehmensanleihen zu kaufen. Darauf setzt auch Fondsmanager Wilhelm: „Bei Unternehmensanleihen ist die Meinung zum Einzeltitel wichtig. Und wenn ich von dem Unternehmen überzeugt bin, wähle ich eher Anleihen mit längeren Laufzeiten.“ Dagegen hält er wenig davon, auf den Anlagenotstand an den Anleihenmärkten mit immer komplexeren Werten zu reagieren: „Wer mit steigenden Kursen kein Geld verdient, schafft es auch nicht mit Wetten auf fallende Kurse.“ Zudem haben solche Strategien einen weiteren großen Nachteil: Sie sind in der Umsetzung deutlich teurer. Und die Kosten, bestätigt Morningstar Analyst Masarwah, sind der Performance-Killer Nummer eins.