

ZEIT

ENDE DES ZINS-NIRVANAS

Rendite von US-Staatsanleihen mit zehn Jahren Laufzeit, 1962 bis 2017

AUGUST 1971

NIXON-SCHOCK Der US-Präsident beendet die Konvertierbarkeit des Dollar in Gold und beginnt bald darauf seine inflations-schürende Schuldenpolitik

SEPTEMBER 1981

INFLATIONSDEKADE Die von Nixon ausgelöste Inflationswelle der 70er Jahre endet mit einem Rekordzins von 16 Prozent

AUGUST 1987

TRENDUMKEHR Fed-Chairman Paul Volcker senkt die Inflation während seiner Amtszeit (August 1979 bis August 1987) deutlich

WENDE

Boston, One Financial Center, 32. Stock. Von seinem Stehpult am Fenster hat Dan Fuss einen Blick über Boston weit hinaus ins Binnenland. Seit mehr als 40 Jahren investiert der „Warren Buffett der Anleihen“ (Reuters) für die Fondsgesellschaft Loomis Sayles in Zinspapiere, auch mit 83 kommt er noch

täglich ins Büro.

Lange war seine Arbeit nicht mehr so spannend wie jetzt.

ANLEIHEN

Nach 35 Jahren geht die Superrallye am Bondmarkt jäh zu Ende. Doch wie kommt man als Anleger heil raus aus Zinsgeschäften?

„Die 35 Jahre währende Anleiherallye ist vorbei“, sagt Fuss. Sie dauerte von September 1981 bis Juli 2016. In diesen 35 Jahren konnte das größte Finanzmarktsegment der Welt nur eine Richtung: fallende Zinsen und – damit unweigerlich verbunden – steigende Kurse alter Anleihen mit höheren Kupons. Der Zinssatz von US-Staatsanleihen mit zehn Jahren Laufzeit fiel in dem Zeitraum von 16 bis auf 1,4 Prozent, durchschnittlich verdiente Anleger 7 Prozent pro Jahr. „Schön war die Zeit“, sagt Fuss, „jetzt weht uns der Wind ins Gesicht.“

Seit dem vergangenen Sommer sind US-Treasuries von 1,4 auf 2,5 Prozent gestiegen. Klingt zunächst wenig, läutet aber eine Zeitenwende ein, die noch massive Kursrutsche nach sich ziehen kann. Erst in den USA und irgendwann vielleicht auch in Europa. Die rasche Zinsumkehr zieht nicht nur Kapital aus den Schwellen-

ländern ab, sie setzt vor allem finanz- und wettbewerbsschwache Unternehmen unter ➤

JANUAR 2006

ZINSKILLER Abgang von Fed-Chef Alan Greenspan, für den Wachstum stets Vorrang hatte

JULI 2016

WENDEPUNKT Seit dem Tief bei 1,4 Prozent im Sommer 2016 ist der Zins auf mehr als 2,5 Prozent gestiegen

FLUCHT VOR DER ZINSWENDE

Alternativen zu überbewerteten Staatsanleihen und anderen Inflationsverlierern

Name	ISIN	Rendite in % (bei Aktienfonds: Durchschnitt 5 Jahre)	Mindestanlage	Gesamtgebühren in % (bei Einzelanleihen: Fälligkeit)	Beschreibung
Flexible, unkonventionelle Bond-Fonds					
Loomis Sayles Multisector Income	IE00B5Q4WK41	4,7	-	1,68	Veteran Dan Fuss überstand schon die inflationären 70er und führt auch das US-Ranking 2006 bis 2016 an.
Acatis iFK Value Renten	DE000A0X7582	6,7	-	1,08	Ex-Deutsche-Bank-Bondhändler Martin Wilhelm hat ein Gespür für unterbewertete Anleihen weltweit.
Fallen Angels					
iShares ETF	IE00BYM31M36	-	-	0,5	Indexfonds für Bonds, die ihr Toprating verlieren und überproportional im Kurs sinken.
Variable verzinste Nachranganleihen von Banken					
Crédit Agricole	FR0010161026	6,2	1000	2021 ¹	Die variabel verzinnten Bankanleihen notieren aktuell unter 70 Prozent des Rückzahlungswerts.
Deutsche Postbank Funding Trust I	DE000A0DEN75	6,5	1000	2021 ¹	Der hohe Kursabschlag bringt eine attraktive Rendite, trotz der geringen Kuuponzinsen.
Deutsche Postbank Funding Trust III	DE000A0D24Z1	6,7	1000	2021 ¹	Die Kupons sind an das Zinsniveau gebunden und bieten so Schutz gegen die Inflation.
Nordea Bank	XS0200688256	6,8	1000	2021 ¹	Die Bonds nach altem Aufsichtsrecht stärken das Eigenkapital der Banken jedes Jahr weniger.
BNP Paribas	FR0008131403	6,4	10 000	2021 ¹	Daher haben die Institute ein Interesse daran, die Anleihen vor der Fälligkeit zurückzuzahlen.
US-Hybridanleihen (Preferred Shares)					
Principal Global Inv. Preferred Sec.	IE00B7F83F33	6,1	10 000	0,87	Erfahrene Fondsmanager nutzen bei Inflation Preferred Shares mit variablen Zinsen als Schutz.
iShares US Preferred Stock ETF	US4642886877	5,8	-	0,48	Günstiger Indexfonds, zu rund 90 Prozent in festverzinnten Preferred Shares, attraktive Rendite.
Dividendenpapiere					
Goldman Sachs Zertifikat auf Euro Stoxx 50 Dividend Future Dec 19	DE000GL6R423	-	-	k. A.	Investment in die 2019 ausgezahlten Dividenden des Euro Stoxx 50. Bis zu 20 Prozent Renditepotenzial.
Risikoreduzierte Aktien I: Long-Short					
Alken Absolute Return Europe	LU0572586674	5,1	-	1,85	Nicolas Walewski sichert seine 50 bis 80 Aktien ab, indem er bei 20 Titeln auf fallende Kurse setzt.
Loys Global L/S	LU0720541993	6,1	-	1,81	Fondsmanager Ufuk Boydak minimiert Verluste, indem er bei überbewerteten Titeln „short“ geht.
Risikoreduzierte Aktien II: Übernahmeziele					
MS PSAM Global Event Fund	IE00B44SP139	4,6	10 000	2,87	Peter Schoenfeld investiert in Übernahmeziele, die noch Kurspotenzial haben.
Greiff Special Situations Fund	LU0228348941	5,4	-	2,00	Kaufangebote sichern den Kurs nach unten ab – das nutzt auch Fondsmanager Dirk Sammüller.
Dachfonds für erprobte Hedgefondsstrategien					
Franklin K2 Alternative Strategies	LU1093756242	-	-	2,75	Mix aus Long-Short-Aktien-, alternativen Kreditmarkt- und Trendfolge-Strategien.
Invesco Global Absolute Return	LU0334857942	1,3	-	1,66	Der Fonds wettet auf steigende und fallende Kurse bei Unternehmen und Märkten, nach festen Analysekrriterien.
DB Platinum IV Syst. Alpha	LU0462954479	6,3	-	1,76	Der Londoner David Harding von Winton Capital entwickelt seit mehr als 20 Jahren erfolgreich Trendfolgemodelle.

1 | Ab dem 31.12.2021 gelten die Anleihen nicht mehr als Eigenkapital und verlieren somit ihren Nutzen für die Banken

Quelle: mm-Recherche

Druck, die sich über Jahre billig verschulden und so durchschlagen konnten. Aber auch beim hochsolventen Tech-Konzern Apple, auf dessen Konten 238 Milliarden Dollar Cash lagern, würden Bondhalter die Hälfte ihres Kapitals verlieren, wenn die Zinsen nur auf 4 Prozent steigen und sie die Anleihe vorzeitig verkaufen.

Wie also kommen Anleger, insbesondere deutsche, die laut Bundesbank mehr als 90 Prozent ihres liquiden Vermögens in Cash, Tagesgeld und Anleihen stecken haben, heil raus aus diesem Bärenmarkt?

Indem sie nicht den Kopf verlieren, so Fuss. Er sieht derzeit weder monströse Kreditexzesse noch Spekulationsblasen,

die in einen Crash münden. Der Anleiheveteran hat nicht nur die Finanzkrise überlebt, er war schon dabei, als Richard Nixon ungeniert Geld in die Wirtschaft pumpete, um seine Wiederwahl zu sichern, und so Zinsen und Inflation trieb. Ein Szenario, das auch unter Donald Trump so mancher für denkbar hält.

Steigende Zinsen bedeuten, dass alte Bonds mit geringerer Verzinsung im Kurs sinken, vor allem langjährige Staatsanleihen werden zu Vermögensvernichtern. Wer von März 1971 bis September 1981 in US-Treasuries investiert hatte, verlor in der Inflationsära fast die Hälfte seiner Kaufkraft (minus 46 Prozent).

Strategen wie Fuss meiden daher in Phasen steigender Zinsen Staatsanleihen und lange Laufzeiten. Sie ersetzen solche Positionen im Portfolio durch ähnlich risikoarme Alternativen (siehe Tabelle oben).

Abzuwarten und auf die Wende von der Wende zu hoffen, ist keine Option. Dass die Zinsen wieder zulegen, gilt an den Märkten als ausgemacht. Die Ökonomen von Goldman Sachs erwarten bis 2020 eine Treasury-Rendite von 3,8 Prozent, bei britischen Staatsbonds rechnen sie mit 3,0 Prozent, bei Bundesanleihen mit 2,1 Prozent, mehr als das Vierfache des aktuellen Zinses. Schmerzhaft Kursverluste bei Altanleihen wären die Folge.

Auch Hedgefondsmanager Christian Zügel (56), dessen Zais Group in New Jersey rund vier Milliarden Dollar am Kreditmarkt investiert, geht zu 80 Prozent Wahrscheinlichkeit von moderat oder sogar stark steigenden Zinsen aus. An einen erneuten Rückgang glaubt er nur für den wenig wahrscheinlichen Fall eines Handelskriegs oder einer geopolitischen Krise. Dann aber sind ohnehin Reißleinenstrategien angesagt.

Hochstraße 52, Frankfurt. Ein Altbau mit Sandsteinfassade mitten im Bankenviertel, neben der Alten Oper. Ivo Schwartzkopff (54), Co-Gründer des Investmentberaters Patricon, führt in den Konferenzraum, dort hängen Aktienindizes, Anleiherenditen und Inflationsraten der vergangenen 100 Jahre an der Wand, für Deutschland, die Vereinigten Staaten und Japan, alle hübsch gerahmt. Im Inflations-Chart ragen die hohen schwarzen Balken der 70er Jahre wie ein dunkler Fels aus einer ansonsten flachen Landschaft.

Schwartzkopff und sein Mitgründer Peter Hollmann (55) sind beide in den 80ern ins Finanzgeschäft eingestiegen, waren jahrelang bei Goldman Sachs. Heute beraten sie einige der reichsten Unternehmerclans bei der Anlage ihrer Vermögen. Ihre Botschaft: raus aus Staatsanleihen und europäischen Firmenbonds. „Die Wiese ist abgegrast“, sagt Hollmann.

50 Prozent in Aktien, 10 Prozent Cash und die verbleibenden 40 Prozent in Zinspapieren, aber in möglichst unkonventionellen, also alternativen Anleihen, wie Dan Fuss sie im Angebot hat oder ausgefallenen Hedgefondsstrategien – so sieht Patricons Empfehlung für den Übergang aus. „Wer heute noch 7 Prozent Rendite über sein gesamtes Portfolio erzielen will, muss höhere Risiken eingehen“, so Hollmann.

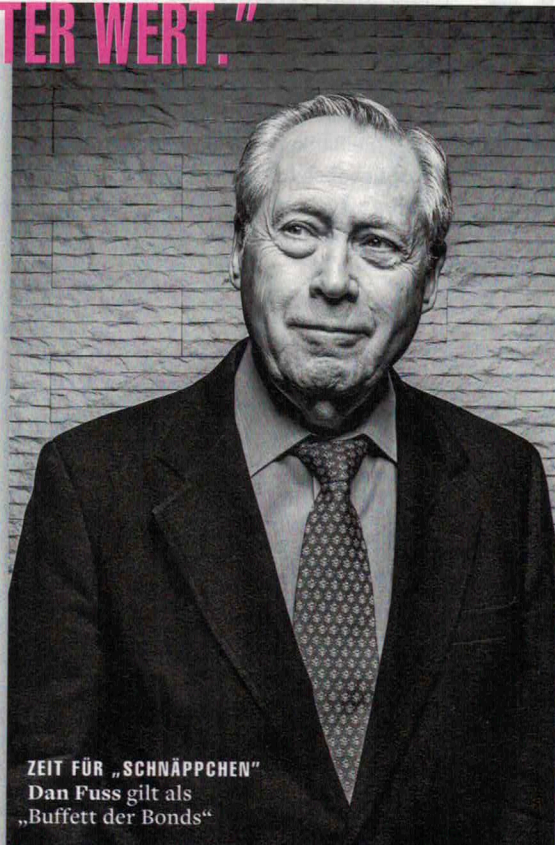
manager magazin hat sich bei einigen der renommiertesten Bondinvestoren umgehört und sieben Alternativen zur klassischen Anleihe herausgefiltert.

ALTERNATIVE 1:**FLEXIBLE FONDS FÜR US-FIRMENBONDS**

Neue Zeiten, alte Logiken: Die von Dan Fuss Ende der 60er Jahre entwickelte Anlagestrategie ist wieder hochaktuell. Um das Vermögen seiner Kunden vor Kaufkraftverlusten zu schützen, sucht er Investments abseits konventioneller Staatsanleihen und Standard-Bluechip-Bonds. Er konzentriert sich auf Papiere, die schon in wenigen Jahren zurückgezahlt werden. Fuss hat die durchschnittliche Laufzeit in seinem Loomis Sayles Bond Fund von über 13 auf 5,4 Jahre mehr als halbiert. „Wir sollten zudem anspruchsvoller werden bei der Finanzstärke der Unternehmen, in die wir investieren“, mahnt er.

Vor allem aber brauche ein Anleihemanager die Freiheit, schnell und flexibel zu handeln, um etwa stark abgewertete Firmenbonds erwerben zu können. „Wenn die Zinsen steigen, verkaufen viele Leute ältere

**„WENN DIE ZINSEN STEIGEN,
VERKAUFEN VIELE LEUTE
ÄLTERE ANLEIHEN
UNTER WERT.“**



ZEIT FÜR „SCHNÄPPCHEN“
Dan Fuss gilt als
„Buffett der Bonds“

Anleihen unter Wert, weil sie übertrieben ängstlich sind“, sagt Fuss. Je länger der Trend anhalte, desto mehr fülle sich der Markt mit solch ungeliebten Altbonds. Insbesondere bei Papieren mit 10, 15 Jahren Restlaufzeit ergäben sich dann Schnäppchen. Fuss warnt aber: Man sollte deren Qualität beurteilen können. „Das ist kein Free Lunch.“

Grundsätzlich gilt: Mit US-Firmenbonds guter Bonität sind immerhin rund 3 Prozent möglich, bei US-Hochzinsanleihen sogar 6 bis 7 Prozent – allerdings in Dollar, was die Gefahr von Währungsverlusten birgt. Verglichen mit der Euro-Zone dennoch ein guter Deal, findet Hollmann, dort gebe es selbst für Hochzinsanleihen mit schwächerer Bonität nur noch 4 Prozent. Und das bei einem Risiko, das nah dran sei an dem von Aktien.

ALTERNATIVE 2:**FALLEN ANGELS**

Bei den sogenannten Fallen Angels sind unterbewertete Anleihen nicht die Ausnahme, sondern die Regel. Es handelt sich dabei um Bonds, die vom Investment-Grade-Niveau herabgestuft und ins High-Yield-Segment einsortiert wurden. Solche Papiere gelten als riskant und spekulativ und müssen von Fondsmanagern und Vermögensverwaltern meist sofort losgeschlagen werden. Kurseinbrüche von oft mehr als 10 Prozent sind die Folge. 2016 gab es weltweit über 40 Unternehmen, die dieses Schicksal erlitten.

Zuletzt fielen die Kursabschläge der gefallenen Engel sogar noch größer aus. „Viele Investoren haben Angst“, sagt Martin Wilhelm (52) vom Fonds Acatis IfK Value Renten. Die Banken haben ihre Risikobudgets stark eingeschränkt, was dazu führe, dass die Fallen Angels ungebremst abstürzen. So wie die Nokia-Bonds, die 2012 auf 72 Prozent ihres Rückzahlungs Betrags einbrachen. Inzwischen hat sich der Kurs wieder auf 106 Prozent erholt, den attraktiven Zinskupons und der zurückgewonnenen Finanzkraft sei Dank. Auch für die zwischenzeitlich auf 92 Prozent ihres Nennwerts gesunkene Anleihe des Kali-Förderers K+S zahlen Anleger heute wieder einen Aufschlag von 7 Prozent.

Die Kursverluste nach einer Herabstufung von „BBB-“ auf „BB+“ sind aufgrund der Zwangsverkäufe oft überzogen, denn an der Finanzkraft ändert sich durch das schlechtere Rating selten etwas. Die Probleme sind altbekannt, die Restrukturierung läuft in vielen Fällen schon. Fallen Angels sind daher zumeist ein lohnendes Investment, zumal es kostengünstige Index- ➤

fonds gibt, die sich darauf spezialisiert haben.

**ALTERNATIVE 3:
VARIABLE ZINSEN**

Das „Michael's“ liegt in der 55. Straße in Manhattan, zwischen 5. und 6. Avenue, gleich hinter dem Museum of Modern Art. Christian Zügel bestellt einen Salat und schottischen Lachs, dazu Wasser. Geschäftlich betrachtet wäre auch Champagner angemessen: Im vergangenen Jahr erzielte Zügels größter Hedgefonds 20 Prozent Rendite – mit Kreditpapieren. Er kauft Bonds mit variablen Zinsen, die mit dem Geldmarktsatz steigen. Neue Ära, neue Logik.

Zügels Zais-Group-Fonds ist für deutsche Privatanleger nicht zugänglich, Kreditpapiere mit variablen Zinsen hingegen schon. Uwe Rathausky (40) etwa, Co-Gründer des Mischfonds Gané, hat Altanleihen von Deutscher Postbank und Nordea im Portfolio. Mindestanlagebetrag: 1000 Euro. Rendite: mehr als 6 Prozent pro Jahr (siehe Tabelle Seite 98).

**ALTERNATIVE 4:
US-HOCHZINSBONDS**

Ein anderes Investment mit variablen Zinsen sind ausgewählte US-Hybridanleihen. Solche „Preferred Shares“ seien eine der rentabelsten Anlageklassen in seinem Mischfonds J. P. Morgan Global Income, behauptet Michael Schoenhaut. 5,5 Prozent bringen sie pro Jahr ein, in US-Dollar, bei allerdings deutlich höherem Verlustrisiko.

**ES GEHT
AUCH
ANDERS**



AMERICA FIRST
Investmentberater **Peter Hollmann** setzt auf US-Firmenbonds



NACH OBEN OFFEN
Hedgefondsboss **Christian Zügel** kauft Kredite mit variablem Zins



DER EXTRAVAGANTE
Im Fonds K2 mixt **David Saunders** unkonventionelle Strategien

Michael Schoenhaut bevorzugt Papiere, deren Zins sich nach anfänglicher Bindung an die Marktentwicklung anpasst. Die meisten Index- und aktiv gesteuerten Preferred-Shares-Fonds enthalten indes überwiegend festverzinsliche Hybridanleihen. Auch die liefern immerhin mehr als 5 Prozent Rendite, das Risiko von Kursverlusten ist geringer, weil die durchschnittliche Laufzeit nur wenige Jahre beträgt und die Hybridbonds nicht so stark auf Inflation reagieren wie herkömmliche lang laufende Anleihen.

**ALTERNATIVE 5:
DIVIDENDEN-FUTURES**

Ein naheliegender Anleiheersatz sind Dividenden. Die schwanken weniger als andere Aktien, weil die Unternehmen alles daransetzen, die Ausschüttung stabil zu halten, um die Aktionäre nicht zu verprellen.

Künftige Dividenden können Anleger durch Terminkontrakte kaufen. Ein gutes Investment, sagt Ivo Schwartzkopff. Er glaubt schon bei einem moderaten Anstieg der Unternehmensgewinne 20 Prozent und mehr verdienen zu können. Dass künftige Dividenden so günstig zu haben sind, liege an der schwachen Nachfrage. In Europa gibt es nur wenige Käufer für solche Risiken, die Banken wollen sie indes unbedingt absichern. Diese Marktineffizienz können sich Privatanleger zunutze machen.

ALTERNATIVE 6:

RISIKOREDUZIERT IN AKTIEN ANLEGEN

Citibank Building, 399 Park Avenue. Hier residiert David Saunders' Dachfonds K2. Saunders hat mit seinen Hedgefondsmanagern zuletzt viel darüber diskutiert, wie sich Donald Trumps Ideen zu einer Bonanza für seine Kunden ummünzen lassen. „Nur 24 Stunden nach der Wahl hatte sich die Stimmung komplett gedreht, von Deflationsangst zu stürmischer Reflation“, sagt Saunders. Die „Trumpflation-Rallye“ zahle voll auf eine der vier Strategien von K2 ein: die Long-Short-Equity-Methode. In ihr steckt gut ein Viertel des Fondskapitals.

Dabei reduzieren die Fonds das Verlustrisiko ihres Aktienportfolios (long), indem sie bei Unternehmen, die sie für schwach und überbewertet halten, auf fallende Kurse setzen (short). In früheren Crashes hat das bereits gut funktioniert, zuletzt auf dem Höhepunkt der Finanzkrise.

**ALTERNATIVE 7:
ÜBERNAHMEZIELE**

Saunders' favorisierter Ansatz für die Trumpflation-Rallye ist jedoch ein anderer: Er setzt mit seinem Dachfonds gegenwärtig vorzugsweise auf die sogenannte Event-driven-Strategie. Der König dieser Disziplin ist Peter Schoenfeld (72), von der „Financial Times“ zum „stillen Professor der Merger Arbitrage“ berufen. Er konzentriert sich auf Aktien von Unternehmen, die ein Übernahmeangebot erhalten haben oder die, wie zuletzt Eon und vielleicht bald ThyssenKrupp, Firmenanteile abspalten. „Wir sind sehr optimistisch für Event-driven-Hedgefonds“, sagt Saunders.

Sein Kalkül: Wenn Unternehmen dank Trumps Steueramnestie mehrere Billionen Dollar aus dem Ausland zurückholen, würde das Kapital zu einem erheblichen Teil in Übernahmen fließen. „Es wird viele Deals geben“, sagt auch Merger-Professor Schoenfeld (siehe Interview ab Seite 102). Und an diesen Deals verdienen Anleger prächtig – sofern sie zum richtigen Zeitpunkt einsteigen und die Risiken nicht falsch einschätzen.

Vielleicht muss man der großen Anleiherallye also gar nicht hinterhertrauern. ■ *Mark Bösch*

DIE TRUMPFLATION-RALLYE BIRGT NEUE CHANCEN FÜR AKTIEN — MIT REDUZIERTEM RISIKO.

FOTOS: ULRICH SCHEPP, PETER MURPHY, PR