



„Uns drohen höhere Inflationsraten“

► **ANLEIHEN** Dietmar Zantke, Leiter des Anleihefondsmanagements bei der LBBW, über defensive Unternehmens- und riskante Junkbonds, über die Gefahr von Preissteigerungen und den Wettbewerb mit Indexfonds.

Herr Zantke, der Rentamax ist sehr defensiv eingestellt, es dominieren Unternehmensanleihen mit kurzen Laufzeiten aus Branchen wie Versorger oder Gesundheit. Die Titel werfen im Schnitt nur eine Rendite von vier Prozent ab. Warum so pessimistisch?

Nicht pessimistisch, sondern realistisch. Der Markt ist bereits sehr gut gelaufen, und es ist viel Hoffnung eingepreist. Zudem fußt die Aussicht auf eine wirtschaftliche Erholung bislang vor allem auf Umfragen, in denen Erwartungen gemessen werden. Die Lagebeurteilungen sind noch immer sehr schlecht. Daher ist das Enttäuschungspotenzial groß – zumal der Abschwung den Arbeitsmarkt und damit auch den Konsum bislang noch nicht in vollem Maße erfasst hat. Da ich für die

Zusammensetzung unseres Fonds vor allem realwirtschaftliche Prognosen und Branchenanalysen heranziehe, sind wir in den vergangenen Wochen zu einer defensiven Positionierung übergegangen.

Wie sind die langfristigen Perspektiven für Unternehmensbonds? Einige Strategen adeln sie als Anlageklasse des Jahres.

„Unternehmen mit hoher Bonität werden die Papiere regelrecht aus der Hand gerissen. Manche Neuemissionen sind binnen zehn Minuten platziert.“

Zu Recht, denn der Markt in Europa wächst derzeit extrem schnell, das ausstehende Volumen, aber noch wichtiger, die Zahl der Emittenten steigt. Dies erleichtert die Risikostreuung auch in größeren Fonds. Es entsteht ein wichtiger Markt für Unternehmen wie auch für Investoren, denn viele Firmen haben keine andere Wahl, als sich über den Kapitalmarkt zu refinanzieren. Im Bereich der sogenannten Junkbonds ist das natürlich noch immer sehr schwierig. Unternehmen mit hoher Bonität werden die Papiere aber regelrecht aus der Hand gerissen. Manche Neuemissionen sind binnen zehn Minuten bereits platziert.

Droht eine liquiditätsgetriebene Blase? Zuletzt sind die Risikoaufschläge von Unter-

DIETMAR ZANTKE

ist in Stuttgart geboren und im Ruhrgebiet aufgewachsen. Der Volkswirt ist ein Eigengewächs der **LBBW**: Nach drei Jahren beim Wirtschaftsforschungsinstitut RWI stieg er 1998 bei der **BW-Bank** als Analyst ein und wurde 2000 zum Portfoliomanager Renten ernannt. Seit diesem Jahr leitet der heute 43-Jährige das gesamte Anleihefondsmanagement der **LBBW Asset Management** und ist verantwortlich für drei Milliarden Euro verwaltetes Vermögen.

nehmensanleihen stark geschrumpft, die sogenannten Junkbonds legten seit Jahresbeginn rund 40 Prozent zu.

Mitnichten. Dem Markt für Unternehmensanleihen wird es künftig nicht schlechter gehen als heute, denn Investoren spüren, dass die Risiken der Krise ungleich verteilt werden. Es sind schließlich vor allem die Staaten, die das Risiko tragen, Rettungs- und Konjunkturpakete zu schultern und für Finanzwerte zu bürgen, nicht die Firmen.

Rechnen Sie mit Gefahren durch eine Inflation? Oder eher durch eine Deflation?

Uns drohen in den meisten Szenarien höhere Inflationsraten. Bei einer Erholung der Konjunktur dürften die Inflationsraten beherrschbar bleiben, könnten aber auch langfristig auf sechs oder sieben Prozent pro Jahr steigen. Wie die Notenbanken die Geldmenge wieder abschöpfen werden, ist schließlich noch unklar. Ich rechne diesem Szenario die größte Wahrscheinlichkeit zu.

Und was passiert im Szenario einer anhaltenden Rezession?

Viele Analysten unterstellen, dass das Deflationsrisiko steigt, wenn sich die Konjunktur nun nicht erholt, weil Verbraucher das Geld zusammenhalten. Ich glaube nicht daran, sondern eher, dass bei einer andauernden Rezession die Notenbanken die Märkte erneut mit Geld fluten und der Staat bei gleichzeitig einbrechenden Einnahmen mit weiteren Konjunkturpaketen reagieren wird – und das in einem Umfeld, in dem das Vertrauen in die Unabhängigkeit der Notenbanken und die Solidität der Staatshaushalte bereits angeknackst ist. Gerade im Szenario einer anhaltenden Krise drohen daher langfristig kaum beherrschbare Inflationsraten. Die Lösungsmuster der Notenbanken sind auch in dieser Krise

die gleichen wie seit Jahren: Sie setzen massive Geldspritzen.

Das spricht nicht gerade für Anleihen, denn für sie ist Inflation eigentlich Gift.

Doch, das spricht für Unternehmensanleihen statt Staatsanleihen, denn mit Unternehmensanleihen bekommt der Anleger einerseits deutlich höhere Renditen als mit Staatsbonds und wird für das Inflationsrisiko noch höher belohnt. Zudem lässt sich das Inflations- und damit auch Zinsänderungsrisiko in einem aktiv gemanageten Fonds steuern und durch die Wahl kurzer Laufzeiten begrenzen.

In einem Inflationsszenario fahren Anleger aber besser mit realen Werten wie Aktien als mit Unternehmensanleihen ...

Ob Aktien besser abschneiden als Unternehmensanleihen, wenn die Inflation stark steigt, wage ich zu bezweifeln. Seit Beginn der Finanzkrise wurden die Hilfsmaßnahmen jedenfalls eher auf dem Rücken der Eigenkapitalgeber – sprich der Aktionäre – abgeladen als auf dem der Fremdkapitalgeber.

Zu den größten Positionen im Fonds zählen Anleihen von Eon, RWE und Shell. Wie attraktiv sind die Bonds von Finanzinstituten?

„Die Bonds von Banken sind zuletzt sehr gut gelaufen, weil viele Anleger das Insolvenzrisiko großer Banken inzwischen gleichsetzen mit dem ganzer Staaten.“




Die Bonds von Banken sind zuletzt sehr gut gelaufen, weil viele Anleger das Insolvenzrisiko großer Banken inzwischen gleichsetzen mit dem Insolvenzrisiko ganzer Staaten. Also haben sich auch die Risikoaufschläge vermindert. Wir kaufen nur ganz selektiv Bankanleihen und dann nur erstrangige Papiere. Nachrangianleihen meiden wir. Aber eine schweizerische **UBS** zum Beispiel hat bislang noch immer Geld bekommen, wenn sie welches wollte – egal ob von der Notenbank oder am Markt von Anlegern.

Sie sind damit anders positioniert als die Indizes für Unternehmensbonds, in denen Finanzwerte hoch gewichtet sind – die in den vergangenen Wochen stark zulegten.

Dass der Markt Finanzanleihen wieder ähnlich bewertet wie Staatsanleihen – also die Ausfallrisiken als ähnlich einschätzt –, zeigt vor allem, dass man offenbar nicht noch einmal systemrelevante Banken scheitern lassen wird. Langfristig ist das kein Zeichen gesunder Märkte. Zukaufen werde ich eher, wenn die Risikoaufschläge wieder steigen sollten. Unsere Stärke ist eine unabhängige Meinung, auch wenn sie unpopulär ist, und der Mut, sie in Anlageentscheidungen umzusetzen – daran lassen wir uns messen, und damit sind wir seit Jahren sehr gut gefahren. Das zeigt auch das Fondsvolumen, das sich binnen einem Jahr verzehnfacht hat.

Indexfonds auf Anleiheindizes verbuchten zuletzt Milliardenzuflüsse. Wie stark ist der Wettbewerb durch Indexfonds für Sie?

Im Segment der Unternehmensanleihen greift das Hauptargument für einen Indexfonds – die im Vergleich niedrigeren Kosten – kaum, da die Spreizung der Ergebnisse der Fondsmanager sehr groß ist, weit größer als bei Aktien, und es umso wichtiger ist, auf den richtigen Fonds zu setzen. In den vergangenen fünf Jahren betrug die Spanne des maximalen Verlusts binnen sechs Monaten bei den Fonds für Euro-Unternehmensanleihen etwa zwischen minus drei und minus 26 Prozent. Die Indizes für Unternehmensanleihen waren zudem zuletzt extrem volatil, auch damit muss ein Indexfondsanleger leben können. CHRISTIAN KIRCHNER

 **BOERSE-ONLINE.DE**

Ratings sowie Performancezahlen von Fonds wie dem Rentamax finden Anleger unter:
www.boerse-online.de/fonds