



„Der Markt zeigt ganz eindeutig, dass er Unternehmensanleihen für sicherer hält“

INTERVIEW MIT DIETMAR ZANTKE,  
ZANTKE & CIE. ASSET MANAGEMENT GMBH

Dietmar Zantke wurde als Head of Credit bei der LBBW Asset Management, wo er u.a. für den Rentenfonds RentaMax verantwortlich war, zum Starfondsmanager. Im letzten Jahr gründete er in Stuttgart die Zantke & Cie. Asset Management GmbH. Zantke sieht die volkswirtschaftliche Entwicklung sehr eingetrübt und geht davon aus, dass auch am langen Ende die Zinsen noch zurückgehen können.

**BOND YEARBOOK:** In den vergangenen Monaten haben die Ratingagenturen wieder mehr Unternehmen heraufgestuft. Wie schätzen Sie die weitere volkswirtschaftliche Entwicklung ein?

**ZANTKE:** Wir sollten zwischen Ratings und der volkswirtschaftlichen Entwicklung unterscheiden. Denn dies würde suggerieren, dass Ratingagenturen die wirtschaftliche Entwicklung sehr gut einschätzen. Ratingagenturen haben einen erheblichen Einfluss auf das Wirtschaftsgeschehen und mit ihren Ratings für strukturierte Produkte die Finanzkrise mit ausgelöst. Daher sind diese sicher zu Recht unter Beschuss geraten. Es bleibt zu hoffen, dass die Idee einer europäischen Ratingagentur umgesetzt wird. Konjunktorentwicklungen kann man von Ratings jedoch sicher nicht ableiten. Der Ratingtrend ist insgesamt (mit Financials) negativ – dies sowohl bei den Länderratings (Griechenland, Portugal, Spanien) als auch bei den Corporates. Insgesamt hängen die Ratings sehr stark von den Länderratings ab. Auch hier zeigt sich, wie katastrophal die Ratingagenturen reagiert

*„Die Leitzinsen werden bis weit ins nächste Jahr hinein niedrig bleiben. Das Aufkaufprogramm der EZB wird die Kurse eher stützen, d.h. die Zinsen gehen eher nach unten.“*

haben. Sie haben stillschweigend hoheitliche Aufgaben übernommen. Die Deregulierung der Märkte wurde hier wohl komplett missverstanden. Nehmen wir das Beispiel Standard & Poor's, die Griechenland noch am 16. März von Credit Watch negativ heruntergenommen haben – was ein positives Zeichen war –, um dann das Land am 27. April von BBB+ direkt auf BB+ herunterzustufen, wobei das Rettungspaket für Griechenland da schon geschnürt war. Auch Fitch hat am 29. April, dem Tag der Ankündigung des ersten Rettungspaketes für Griechenland, das Rating von BBB+ auf BBB- gesenkt. Man muss das nicht interpretieren, aber das hat schon einen sehr bitteren Beigeschmack. Bei den Unternehmen, die heruntergestuft wurden, handelt es sich fast ausschließlich um Financials (Banken). Insgesamt gab es bei den Corporates von Moody's seit Jahresanfang 118 Downgrades, davon 108 Finanzunternehmen. Nachrangianleihen wurden massiv heruntergestuft, aber auch Covered Bonds mussten Downgrades hinnehmen. Mit den Ländern gab es insgesamt 120 Downgrades und zehn Upgrades. Einen positiven Ratingtrend (und das meinten Sie wohl) gibt es nur bei den Industrieunternehmen (Corporates ohne Financials). Hier gab es fünf Downgrades und sieben Upgrades. Der Ratingtrend bei Industrieunternehmen ist damit deutlich besser als der von Staaten, was sehr beeindruckend ist.

**BOND YEARBOOK:** Welches volkswirtschaftliche Szenario erwarten Sie?

**ZANTKE:** Die Banken und der Finanzmarkt sind weiterhin stark angeschlagen. Wir sehen die konjunkturelle Entwicklung weiterhin mit großer Skepsis, trotz des kleinen Strohfeuers, das wir zurzeit haben. Zwar weisen viele Unternehmen aufgrund eines Basiseffekts recht gute Zahlen aus. Doch am Arbeitsmarkt sieht man recht wenig, und auch die gewerblichen Immobilienmärkte in den USA zeigen ein düsteres Bild. Erschreckend finde ich insbesondere die Parallelen zu 1929, die immer klarer werden. Auch damals hatten wir zwei Jahre nach dem Ausbruch der Weltwirtschaftskrise die Ansteckung auf die Staatshaushalte mit der Folge einer Krise des Währungssystems. Die Krise ist nicht vorbei, und schon gar nicht mit einem unausgereiften, überdimensionierten Rettungspaket. Hinzu kommt, dass sich die Kapitalmärkte komplett von der Realwirtschaft entfernt haben. Im Vergleich zu 1929 hat die Politik heute relativ wenig Einfluss auf die Realwirtschaft, schon gar nicht auf die Finanzmärkte. Die Schwankungen werden aus meiner Sicht zunehmen. Eine Konsolidierung der Staatshaushalte ist in dieser Situation nicht der richtige Weg. Eine neokeynesianische Politik, also eine expansive Fiskalpolitik, wäre angebracht, um Nachfrage und somit Wachstum zu generieren. Dabei muss das Geld nicht an den Kapitalmärkten, sondern in der Realwirtschaft ankommen, und dies ggf. auch auf Kosten der Verschuldung. Unserer Ansicht nach führen nur Wirtschaftswachstum und eine kontrollierte Inflation aus der Krise. Der derzeit angedachte Weg der Konsolidierung wird unmittelbar die Nachfrage abwürgen und in die Deflation führen. Mein mittelfristiger Ausblick ist bei der derzeitigen unkoordinierten europäischen Krisenpolitik deshalb sehr eingetrübt.

**BOND YEARBOOK:** Und welches Inflations- und Zinsszenario erwarten Sie in diesem Zusammenhang mittelfristig?

**ZANTKE:** Das ist in diesem schwer berechenbaren Umfeld natürlich die 100.000-Dollar-Frage. Das Schlimmste wäre ein Deflationsszenario. Wir benötigen daher, wie erläutert, eine expansive Geld- und Fiskalpolitik. In den USA ist man bereits seit Langem zu dieser Erkenntnis gekommen und kauft in großem Umfang Staatsanleihen zurück, ebenso in Großbritannien. Deshalb bin ich froh, dass die EZB endlich zu diesem Werkzeug greift. Das ist nicht die Aufgabe der Unabhängigkeit der EZB, sondern Notwehr. Vielleicht hätte das genügt, um den Markt zu stabilisieren. Das Rettungspaket war völlig überdimensioniert, und wenn es funktioniert, wissen wir gar nicht, welche Maßnahmen zu einer Erholung beigetragen haben. Aber noch zum Thema Inflation: Wir haben niedrige Kapazitätsauslastungen, und wir werden keine Lohn-Preis-Spirale bekommen. Der angedachte Konsolidierungskurs dämpft die Nachfrage. Daher sehe ich für die kommenden Monate kein Inflationsumfeld, sondern eher das Gegenteil. Die Leitzinsen werden bis weit ins nächste Jahr hinein niedrig bleiben. Das Aufkaufprogramm der EZB wird die Kurse eher stützen, d.h. die Zinsen gehen eher nach unten. Doch auch wenn die Zinsen niedrig bleiben, haben wir nach wie vor eine sehr steile Rendite-Struktur-Kurve. Auch der Euribor dürfte aufgrund der Tenderoperationen mit Vollzuteilung nicht deutlich ansteigen. Am langen Ende können die Zinsen eher sogar noch weiter zurückgehen.

**BOND YEARBOOK:** In den vergangenen Monaten wurde viel über Staatsanleihen diskutiert (Stichwort PIIGS-Staaten). Sind einige Corporate Bonds sicherer als Staatsanleihen?

*„Wir sind uns nicht sicher, ob das 750-Mrd.-Euro-Paket auf Dauer funktioniert und ob nicht in einigen Monaten Länder aus der Euro-Zone austreten werden.“*

**ZANTKE:** Das kann man ganz klar mit ja beantworten, was der Markt auch deutlich zeigt. Der iTraxx SovX (Sovereign), also der synthetische Index für den Ausfall von Staatsanleihen, notiert bei 110, der iTraxx Europe für Unternehmensanleihen bei 100, während der iTraxx Financials bei 130 notiert. Auch nach der Erholung betragen die Renditen für Griechenland-Anleihen 7,3% (für die jüngste Anleihe), im Hoch waren es 13%. Bei Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Bereich gibt es ein solches Niveau nicht. Auch bei Portugal (4,5%) oder Spanien (4%) ist das Zinsniveau relativ hoch. Der Markt zeigt ganz eindeutig, dass er Unternehmensanleihen für sicherer hält.

**BOND YEARBOOK:** In welcher Form hat die hohe Volatilität an den Märkten den Investmentprozess verändert?

**ZANTKE:** Spätestens seit dem 750-Mrd.-Euro-Rettungspaket hat sich die Welt nochmals deutlich verändert. Die EU hat wie beim Poker „all in“ geboten und hofft, dass es funktioniert. Wenn es nicht funktioniert, muss die EU den Tisch verlassen. Auch beim Blick auf Euro- und Gold-Kurse sieht man, dass dies nicht ganz funktioniert hat. Da der Top-down-Ansatz, also die makroökonomische Analyse, seit jeher meinen Investmentprozess dominiert, spielen solche Überlegungen für mich schon immer eine große Rolle. Der Investmentprozess musste daher nicht verändert werden. Allein in der Umsetzung haben wir uns den Marktgegebenheiten angepasst. Zuvor haben wir die Duration über den Bund-Future gesteuert, daher mussten wir am schwarzen Freitag auch ein bisschen Federn lassen, da der Bund-Future sich völlig vom sonstigen Marktgeschehen abgekoppelt hat. Historische Korrelationen gelten im aktuellen Chaosmarkt nicht mehr. Die mittelfristige Duration werden wir nicht mehr so stark darüber steuern, sondern uns überwiegend auf den Kauf und Verkauf von Anleihen mit unterschiedlicher Laufzeit konzentrieren.

**BOND YEARBOOK:** Welche Strategie verfolgen Sie in dem Umfeld mit dem Zantke Euro Corporate Bonds AMI?

**ZANTKE:** Wir sind uns nicht sicher, ob das 750-Mrd.-Euro-Paket auf Dauer funktioniert und ob nicht in einigen Monaten Länder aus der Euro-Zone austreten werden. Wir konzentrieren uns mehr und mehr auch auf das Länderrisiko, d.h. wir konzentrieren uns auf die Kern-Euro-Länder und auf global aufgestellte Unternehmen.

**BOND YEARBOOK:** Vielen Dank für das Gespräch.

*Das Interview führte Christian Schiffmacher.*

Das Interview wurde von der Redaktion gekürzt. Das vollständige Interview kann unter [www.fixed-income.org](http://www.fixed-income.org) > „Investment“ abgerufen werden.