

GASTBEITRAG

Die Zinsfalle spitzt sich zu

Börsen-Zeitung, 28.12.2016
Die Kapitalmarktzinsen befinden sich weltweit in allen bedeutenden Märkten auf einem historisch niedrigen Niveau. Von den rückläufigen Zinsen konnten in der Vergangenheit sämtliche Segmente des Anleihemarkts profitieren. Dieser positive Effekt für die Anleihemärkte ist kein kurzfristiges Phänomen, sondern hält bereits seit mehr als 30 Jahren an. Insbesondere in den letzten Jahren hat sich dieser Trend bedingt durch die Notenbankpolitik weiter verschärft. Grund genug, die jüngsten Marktentwicklungen genauer zu analysieren.

Seit über 30 Jahren, genauer seit dem Hochpunkt bei 11,43% am 7. September 1981, verzeichnet die Umlaufrendite in Deutschland einen kontinuierlichen Rückgang. Das bisherige Tief, das sogar erstmals in der deutschen Historie in den Bereich negativer Renditen vorstieß, liegt noch nicht lang zurück. Von -0,29% am 6. Juli 2016 konnte sich die Umlaufrendite zwar bis zum 30. November 2016 wieder auf den positiven Wert von 0,01% erholen, liegt damit aber immer noch auf einem extrem niedrigen Niveau.

Hohe Kurssteigerungen

Die sinkenden Kapitalmarktzinsen gingen mit hohen Kurssteigerungen deutscher Staatsanleihen einher, was sich mit einer Jahresrendite von 6,5% am REX Performanceindex im Zeitraum von Ende August 1981 bis Ende November 2016 niederschlug. Ohne Marktprognose lässt sich angesichts des aktuellen Zinsniveaus konstatieren, dass sich diese Vergangenheitsentwicklung nicht für die Zukunft fortschreiben lässt. Anleihen bieten gemessen an der Umlaufrendite keine laufende Verzinsung mehr, und das Potenzial für weitere Kurssteigerungen durch einen weiteren Rückgang der Kapitalmarktzinsen ist begrenzt. Ungeachtet einer möglichen anziehenden Inflationsrate können Anleger in den nächsten zehn Jahren nominal hier kein Geld verdienen.

Vermeintliche Alternativen

Vermeintliche Alternativen zur Steigerung der erzielbaren Rendite liegen in der Verlängerung der Restlaufzeit und entsprechender Durationserhöhung sowie im Ausweichen auf Unternehmens- oder Hochzinsanleihen. Im ersten Fall ist hier die

Erzielung einer Mehrrendite aufgrund der flachen Zinsstrukturkurve jedoch nur sehr eingeschränkt möglich. Selbst 30-jährige deutsche Staatsanleihen bieten per Stichtag 30. November 2016 eine Verzinsung von nur 0,95% p.a. Mit der Verlängerung der Laufzeit erhöht sich zudem auch die Zinssensitivität der Anleihe, wodurch der Anleger teils unbewusst sein Risikoprofil erhöht. Im Falle eines Renditeanstiegs tragen Anleger somit höhere Risiken in Hinblick auf die Bewertung der Anleihen. So hat bereits der jüngste Renditeanstieg der bis August 2026 laufenden zehnjährigen Bundesanleihe von -0,15% im Tief bis auf 0,28% am 30. November 2016 zu einem Kursverlust der Anleihe von 4% geführt. Die zweite mögliche Alternative, das Ausweichen in Unternehmens- und Hochzinsanleihen bzw. in Fonds mit entsprechendem Schwerpunkt, zeigt sich gemessen an den Mittelzuflüssen der jüngeren Vergangenheit als sehr beliebt bei Anlegern. Eine höhere Rendite wird dabei durch die Übernahme höherer Bonitätsrisiken ermöglicht; Anleger erhalten folglich hier eine zusätzliche Risikoprämie. Aber der Spread (Renditedifferenz) zwischen der Rendite von Staats- und Unternehmensanleihen ist in den vergangenen Jahren zunehmend kleiner geworden und damit auch die für Anleger erzielbare Renditesteigerung. Der bisherige historische Tiefstand der Rendite von Unternehmensanleihen hoher Bonität wurde am 7. September 2016 mit 0,63% p.a., gemessen am BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index, erreicht. Somit können auch in diesem Segment die in den vergangenen Jahren erzielten Wertzuwächse, bedingt durch die stetigen Zinsrückgänge, nicht in dieser Form fortgeschrieben werden. Gleichzeitig üben die Notenbanken mit ihren Ankaufprogrammen einen immer größeren Einfluss auf die Märkte aus und verursachen mit ihrer Niedrigzinspolitik teils irrationale Entwicklungen. So notierten im August 2016 etwa 54% der Staatsanleihen entwickelter Länder mit einer negativen Rendite. Dies entspricht einem Volumen von 8 Bill. Euro, mit denen Investoren sichere Verluste erleiden. Auf der Suche nach Renditechancen in einem schwierigen Umfeld erweitern immer mehr Investoren ihr Anlageuniversum beispielsweise auf Unternehmensanleihen, High-Yield-Anleihen

oder auch auf vermeintlich defensive Aktien und erhöhen somit teils unbewusst ihr Risikoprofil. Gesucht waren dabei insbesondere Aktien von Qualitätsunternehmen mit einer in der Vergangenheit niedrigen Schwankungsbreite und einer zumeist attraktiven Dividendenrendite, die schon als „Zinersatz“ bezeichnet wurden.

Erhöhtes Rückschlagpotenzial

Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass mit dem verstärkten Interesse der Investoren und der damit einhergehenden positiven Wertentwicklung der defensiven Aktien deren absolutes Bewertungsniveau deutlich angestiegen ist. Diese im historischen Vergleich hohe Bewertung wurde lange Zeit über die Relation zum Anleihemarkt bzw. vor dem Hintergrund niedriger Zinsen gerechtfertigt. In einem möglichen Umfeld steigender Zinserwartungen verändert sich auch die Bewertung der Aktien aufgrund der Einpreisung höherer Kapitalmarktzinsen und birgt somit ein erhöhtes Rückschlagpotenzial für die vermeintlich defensiven und inzwischen auf absoluter Basis vergleichsweise hoch bewerteten Unternehmen. Bei Eintreffen eines solchen Szenarios würden defensive Aktien gemeinsam mit Rententpapieren an Wert verlieren.

In der Vergangenheit deckten die meisten Anleger den defensiven Teil ihres Portfolios klassischerweise über Investitionen am Anleihemarkt ab, während der offensive Portfolioanteil über aktienorientierte Investmentideen abgebildet wurde. Mit dieser Herangehensweise konnten viele Anleger in der Vergangenheit attraktive Wertsteigerungen erzielen. Angesichts der aktuellen Marktbedingungen sollten Investoren ihr Portfolio allerdings hinterfragen. Selbst ohne Prognose über die zukünftige Entwicklung der Kapitalmarktzinsen ist offenkundig, dass die historischen Renditen aufgrund des aktuellen Niedrigzinsniveaus in dieser Form nicht mehr erzielbar sind.

Angesichts des nach wie vor niedrigen Zinsniveaus sowie eines möglichen und sich zum Teil, insbesondere in den USA und Japan, abzeichnenden Umdenkens der Notenbanken sind weitere Zinsrückgänge unwahrscheinlich. Auch die Erwartung regional anziehender Inflationsraten führte zu einer Neubewertung der Risiken durch die Marktteilneh-

mer. In einem möglichen Szenario steigender Kapitalmarktzinsen weisen klassische Anlegerportfolios aus Anleihen und defensiven Aktien daher aufgrund der Zinssensitivität beider Portfoliobestandteile keine sinnvolle Diversifikation mehr auf.

Absolute-Return-Strategien

Daher stehen Anleger bei der sinnvollen Positionierung ihres Portfolios vor einer besonderen Herausforderung, vor allem bei der Auswahl

defensiver Positionen. Investitionsentscheidungen, die auf in der Vergangenheit erzielten Renditen getroffen werden, vernachlässigen die aktuellen Marktrahmenbedingungen und hinterfragen das Zukunftspotenzial nicht. Daher empfiehlt sich neben flexiblen Renten- und Aktienfondsinvestments die Hinzunahme von Absolute-Return-Strategien, an deren langfristiger Attraktivität sich auch nach einem schwierigen Jahr 2016, insbesondere vor dem Hintergrund einer sich zuspitzenden

Zinsfalle, nichts geändert hat. Eine breit gestreute Portfolioaufstellung besteht daher nicht nur aus den zwei zunehmend korrelierenden klassischen offensiven und defensiven Bestandteilen, sondern sollte um die gerade erwähnten Absolute-Return-Strategien ergänzt werden, um für vielfältige zukünftige Szenarien breit diversifiziert zu sein.

.....
Eckhard Sauren, Fondsmanager der Sauren Fonds Service AG