

Management liquider Vermögen im Niedrigzinsumfeld

Beginn eines neuen Zeitabschnitts: Das Leben ohne Autopilot

Im Dezember 2015 hat die amerikanische Notenbank den möglichen Beginn eines neuen Zeitabschnitts angedeutet: Sie beschloss die erste Zinserhöhung seit 2006. Im längerfristigen Kontext betrachtet sind Zinsen (der Preis des Geldes) nun um die 30 Jahre lang, auf das aktuell historisch niedrige Niveau, gesunken. Diese Zinsentwicklung hat zu erheblichen Marktverzerrungen geführt.

Was haben wir in Zukunft zu erwarten? Wir denken, die kommenden Jahre werden sich massgeblich von denen seit dem Höhepunkt der Finanzkrise und auch - weiter zurückschauend - von den letzten Jahrzehnten unterscheiden. Der Autopilot der letzten Jahre und Jahrzehnte wird aller Wahrscheinlichkeit nach nicht mehr funktionieren. Anlagestrategien müssen entsprechend flexibel sein. Ein aktives Managen der Assetallokation und die Kombination verschiedenster Rendite- und Risikokontributoren ist das von uns empfohlene Rezept, um in diesem veränderten Umfeld erfolgreich zu agieren.

Kernaussagen:

- Ein aktives Management wird in Zukunft notwendiger denn je (für alle Vermögensklassen), da der Autopilot (sinkender Zinsen und so „automatische“ Kursgewinne bei Anleihen und über die Berechnung von Assetpreisen auch bei Aktien und allen anderen Vermögenswerten) der letzten Jahrzehnte bei steigenden Zinsen nicht mehr funktionieren wird.
- Die Notenbankpolitik des lockeren Geldes war zwar auf der einen Seite vielerorts ein Katalysator für Assetpreise. Auf der anderen Seite wurden durch diese Marktanalysen, und Zukunftsprognosen immer schwieriger, die Anfälligkeit für Marktschocks und die Abhängigkeit vom Handeln der Zentralbanken immer grösser und die gewissenhafte Veranlagung von Vermögen damit immer herausfordernder.
- Auch wenn Zinsen im historischen Vergleich langfristig wahrscheinlich niedrig bleiben werden, können schon „leichte“ Zinsanstiege (oder die Erwartung dieser) in diesem Umfeld grosse Auswirkungen haben. Hier ist die Grenzveränderung entscheidend und nicht der absolute Wert. Selbst wenn Zinsen nicht steigen, fehlt einer der Katalysatoren (fallende Zinsen) für steigende Bewertungen.
- Das Bedürfnis nach Kapitalschutz und zuverlässigen Ertragsströmen ist ungebrochen, während Strategien, die in der Vergangenheit gute Ergebnisse lieferten, nun mitunter hohe Risiken beinhalten.
- Volatilitäten nehmen zu; u.a. da die Divergenz zwischen „Wie Märkte sich verhalten sollten“ (viele Modelle bauen immer noch hierauf auf und laufen daher ins Leere) und „Wie Märkte sich verhalten“ zunimmt. Zudem gewinnt passives und automatisiertes Investieren weiter an Bedeutung. Grössere Volatilitäten müssen in Kauf genommen werden.

Inhalt:	Teil 1:	Der historische Kontext: Zinsen und Bewertungen
	Teil 2:	Auswirkungen auf Märkte: Problem passives Denken und Investieren
	Fazit:	Aktives (Risiko)Management statt passiv volles Marktrisiko

Teil 1 Der historische Kontext

Zinsen: Geld hat keinen Preis mehr

Es ist wichtig, sich in der aktuellen Situation den historischen Kontext und die Technik wie Märkte funktionieren immer wieder vor Augen zu führen.

Die Makroökonomie lehrt uns:

- i. Der Preis des Geldes ist der Marktzins.
- ii. Der Marktzins wird auf dem Geldmarkt durch die Marktkräfte bestimmt.

Seit der Finanzkrise im 2007/2008 und der anschliessenden Niedrigzinspolitik der wichtigsten Zentralbanken weltweit **wird «der Marktzins» immer weniger auf dem Geldmarkt durch «Marktkräfte», sondern vielmehr durch marktverzerrende Interventionen der Notenbanken bestimmt.**

Sowohl in USA, Europa und in Japan finden wir nunmehr folgende Situation vor: Der Marktzins ist +/- 0%; was zur Folge hat:

- i. **Geld hat keinen Preis mehr.**
- ii. **Es gibt keine Rendite ohne Risiko mehr.**
- iii. **Die Bewertung von Vermögenswerten nach konventionellen Methoden ist erschwert.**

Bewertungen: Marktverzerrungen tun sich auf

Dreissig Jahre fallende Zinsen haben Vermögenswerte deutlich aufgebläht.

Ein Papier, das in den 1980er EUR 50 Zinsen zahlte und zu 7,5% kapitalisiert war, war EUR 666 wert. Heute aber, mit 0,8% kapitalisiert, errechnet sich ein Wert von EUR 6.250. Das ist zwar stark vereinfacht, zeigt aber doch den Trend klar auf. Ein grosser Teil der höheren Assetbewertungen der letzten Jahrzehnte stammt also nicht aus Tüchtigkeit von Unternehmenskernern oder Vermögensverwaltern, sondern auch aus der Zinsbaisse. **So katapultierten die andauernd fallenden Zinsen Preise für Immobilien, Rohstoffe, Gold, Kunst etc. zu neuen Höhen.** Die niedrigen Zinsen kapitalisierten sie „via Formel“ automatisch markant höher, ohne dass unbedingt etwas dafür getan werden musste.*

Die Geschichte fallender Zinsen lässt sich gut am Leitzins ablesen: 1981 verlangte die amerikanische Notenbank z.B. 20% Zins für Kurzdarlehen über Nacht. Ein Zinssatz, der Zinsen auf die lange Frist und in der weiteren Welt massgeblich mitbestimmt. Heute schwanken solche Zinsen im Westen zwischen 0% (oder weniger) und 0.75%. Ein Ertrag kann also – wieder schematisch nach den gängigen Modellen gerechnet – so um die vierzig Mal höher bewertet und gepreist werden als damals. Die folgende Grafik zeigt diesen Zusammenhang gut auf.

Fussnoten

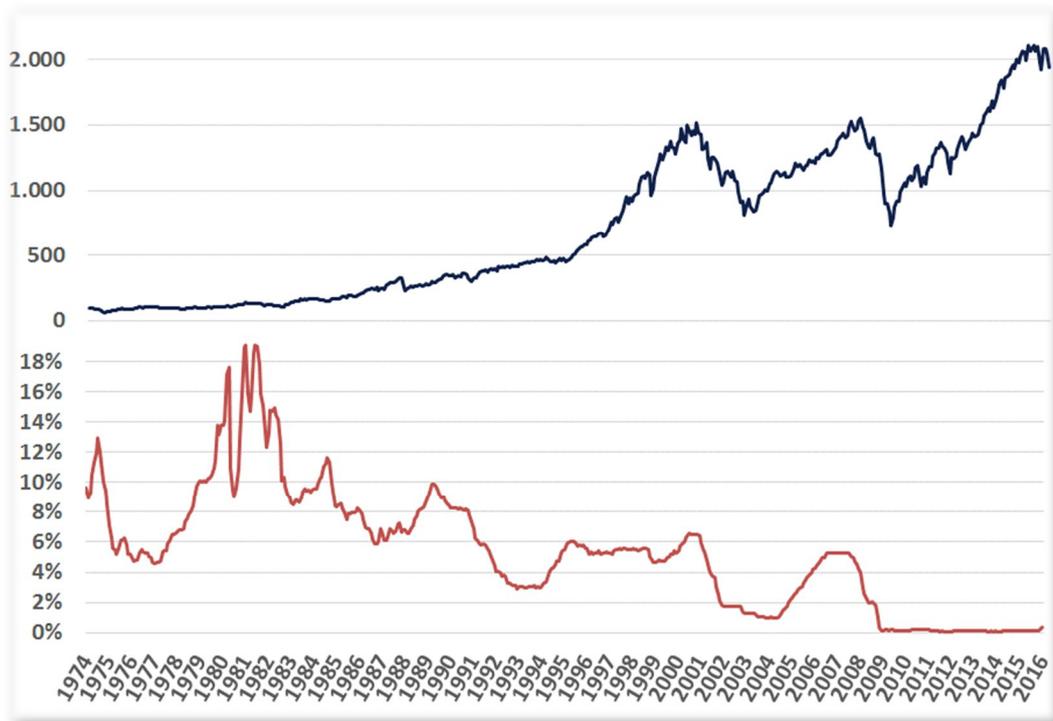
* Stark vereinfacht kann man den Wert eines Vermögensgegenstands durch die folgende Formel diskontierend berechnen:

$$\text{Wert Vermögensgegenstand} = \text{Erwarteter Cashflow} / (\text{risikoloser Zins} + \text{Risikoaufschlag})$$

Durch diese Rechnung wird dem Zeitwert des Geldes und dem Risiko, ob der Cashflow in der geplanten Höhe eintreffen wird, Rechnung getragen. Der risikolose Zins wird dabei in der Praxis in der Regel mit dem Zinsniveau von Staatsanleihen approximiert. Wenn nun der Nenner sinkt, da der risikolose Zins sinkt...steigt der Vermögenswert „per Formel“ automatisch.

Kursentwicklung amerikanischer Aktien versus Entwicklung des Zinsniveaus

S&P 500 (blau, oben) versus US Federal Funds Effective Rate (rot, unten)



Die Zinsbaisse, die immer niedrigeren Zinsen, kapitalisierten Vermögenswerte, wie Aktien, automatisch „via Formel“ markant höher, ohne dass unbedingt etwas dafür getan werden musste.

Quelle: eigene Darstellung, Bloomberg

Die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken hat zwar Vermögenswerte im Allgemeinen und solche an den Börsen im Speziellen aufgebläht, doch aufgrund allgemein gestiegener Verschuldungsquoten („debt overhang“) bzw. den Bemühungen diese abzubauen (Entschuldung von Banken, Privaten und Staaten), ist der „klassische Transmissionsmechanismus“ (Zinssenkung → Geldmengen- und Kreditausweitung) ins Stottern geraten. Damit ist nach der Finanzkrise der erhoffte Effekt auf das Wirtschaftswachstum nicht im gewünschten Masse ausgefallen, d.h. **die Effektivität der Geldpolitik** (trotz z.T. negativen Realzinsen; d.h. die Nominalzinsen sind niedriger als die Inflation) **wird für die Realwirtschaft immer wirkungsloser.**

Viele Unternehmen haben z.B. die niedrigen Zinsen allerdings nicht genutzt, um in die Zukunft zu investieren und sich zum Beispiel neue Maschinen zu kaufen oder Forschung & Entwicklung voranzutreiben. Im Gegenteil: Viele haben sich langfristiger verschuldet, um eigene Aktien zurück zu kaufen oder höhere Dividenden auszuschütten. Auch das zeigt wie gefährlich die aktuelle Situation ist.

Gleichzeitig hat sich das Risiko vielerorts erhöht: Im letzten Jahrzehnt hat sich die Anzahl staatlicher Emittenten mit einem höchstmöglichen Triple-A-Rating von Standard & Poor's nahezu halbiert (Rückgang von 16 auf 9). Das ist ein deutlicher Beleg für den Schaden, den die Finanzkrise angerichtet hat.

Die USA sind nun die erste Region, die den Zinstrend der letzten 10 bzw. 20 Jahre geändert hat. Auch da das Zinsniveau global noch tief ist, wird dies an sich eine grosse Herausforderung. **Die weitere Vorgehensweise der Fed wird ein entscheidender Faktor sein.**

Die weiteren Zinsschritte werden voraussichtlich graduell und behutsam erfolgen (falls diese überhaupt erfolgen werden). Die mittelfristige Zinsobergrenze (in den nächsten 5-10 Jahren) wird wohl auch deutlich niedriger ausfallen als der Durchschnittswert der letzten dreissig Jahre. Nichtsdestotrotz werden auch marginale Zinsänderungen nicht zu unterschätzende Auswirkungen auf die Bewertungsparameter von Vermögenswerten haben.

Wesentlich für eine Anlagestrategie an allen Kapitalmärkten ist die Tatsache, dass **der Rückenwind aus sinkenden Zinssätzen („Kapitalisierungsprofit“) in Zukunft nicht mehr gegeben sein wird und im Zuge dessen die Volatilitäten wahrscheinlich steigen werden.** Gleichzeitig wird bei vorübergehend fallenden Marktphasen der Diversifikationseffekt sinken (da Anleihen im Verhältnis zu Aktien teurer und anfälliger auf steigende Zinsen sind), d.h. es wird wahrscheinlich schwerer Kapital zu schützen.

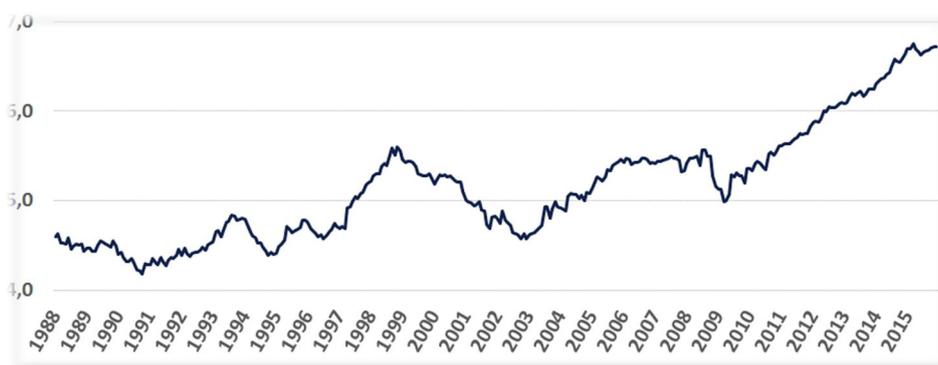
Teil 2 Auswirkungen auf Märkte

Problem passives Denken und Investieren

Ein grosses Problem der stetig sinkenden Zinsen und der Aufblähung von Vermögenswerten ist der Zwang vieler Investoren – wegen Referenzindex-Denken (Benchmarking) – stetig voll investiert zu sein. Wegen der Aussicht auf kleinste Renditeverbesserungen müssen sie gewissen Strömen und Trends hinterherspringen. Wenn dies viele tun, akzentuieren sich Kursentwicklungen, Marktbewertungen verlieren Aussagekraft und Risiken werden ggf. nicht mehr adäquat kompensiert.

Ein rigides Benchmark-Denken führt insbesondere bei Anleihen zu besonderen Problemen. Traditionelle Anleiheindizes – und damit verbundene Strategien – verschärfen häufig sogar die Risiken: Diese Indizes sind i.d.R. kapitalgewichtet beziehungsweise schuldengewichtet. **Passive Anleger engagieren sich also vor allem in den Staaten und Unternehmen mit der höchsten absoluten Verschuldung.** Dadurch werden sie anfälliger für eine mögliche Herabstufung der Bonität dieser Schuldner. Zudem haben sich Benchmark-orientierte Investoren (und das ist die Mehrheit der Marktteilnehmer) nach den durchschnittlichen Durationen solcher Indizes zu richten. **Kleinste Zinsbewegungen nach oben können beim momentanen Marktniveau bereits zu grösseren Verlusten führen, die kaum mehr aufzuholen sind.**

Entwicklung der Modifizierten Duration des Anleihenindex JPMorgan Global Aggregate



Die Modifizierte Duration vieler traditioneller Anleihenindizes ist erheblich gestiegen. Passive Investoren nehmen damit ein erheblich höheres Zinsänderungsrisiko, bei einer immer geringeren Nachsteuerrendite, in Kauf.

Quelle: eigene Darstellung, Bloomberg

Auswirkung einer Zinsänderung auf den Kurs von festverzinslichen Papieren bei verschiedenen Modifizierten Durationen

		Modifizierte Duration									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Zinsänderung	0,50%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%	5,00%
	1,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%	10,00%
	1,50%	1,50%	3,00%	4,50%	6,00%	7,50%	9,00%	10,50%	12,00%	13,50%	15,00%
	2,00%	2,00%	4,00%	6,00%	8,00%	10,00%	12,00%	14,00%	16,00%	18,00%	20,00%
	2,50%	2,50%	5,00%	7,50%	10,00%	12,50%	15,00%	17,50%	20,00%	22,50%	25,00%
	3,00%	3,00%	6,00%	9,00%	12,00%	15,00%	18,00%	21,00%	24,00%	27,00%	30,00%
	3,50%	3,50%	7,00%	10,50%	14,00%	17,50%	21,00%	24,50%	28,00%	31,50%	35,00%
	4,00%	4,00%	8,00%	12,00%	16,00%	20,00%	24,00%	28,00%	32,00%	36,00%	40,00%
	4,50%	4,50%	9,00%	13,50%	18,00%	22,50%	27,00%	31,50%	36,00%	40,50%	45,00%
	5,00%	5,00%	10,00%	15,00%	20,00%	25,00%	30,00%	35,00%	40,00%	45,00%	50,00%

Rechenbeispiel: Bei einer Modifizierten Duration von 7 Jahren und einer Zinsänderung von +1.50%, verbuchen Zinspapiere also einen Verlust von ca. 10.5%.

Die Modifizierte Duration ist eine Sensitivitätskennzahl im Rentenmanagement. Sie approximiert die Kursänderung eines Zinspapiers bei Zinsänderungen.

Quelle: eigene Darstellung

Steigende Marktvolatilität

Investoren sollten sich auf höhere Volatilitäten einstellen.

Märkte werden kurzfristig immer stärker ausschlagen und sich verstärkt von fundamentalen Daten («Wie Märkte sich verhalten sollten») weg bewegen. Ein Trend, den man in den letzten Jahren schon beobachten konnte. Das Managen und auch das Aushalten von Marktdynamiken («Wie Märkte sich verhalten») wird daher wichtiger:



Quelle: eigene Darstellung

Die **sinkende Marktfungibilität** seit der Finanzkrise, auch aufgrund geänderter Regulierung, verstärkt zudem die Schwankungsintensität. Das begünstigt ein schnelleres „Einfrieren“ von Märkten was wiederum Panik begünstigt. Entsprechende erratische Preisentwicklungen konnten im letzten Jahr unter anderem bereits sowohl bei deutschen Staatsanleihen als auch bei ETFs beobachtet werden. **Volatilitätsgetriebene Investment- und Risikomodelle laufen ggf. ins Leere**, sofern diese nicht entsprechend angepasst wurden.

Aus Marktverwerfungen entstehen für aktive Manager aber auch immer wieder Chancen. Diese können diszipliniert umgesetzt, mit einer Akzentuierung des Risikomanagements, langfristig sehr gute risikoadjustierte Performance-Attributionen beisteuern.

Aktives (Risiko)Management statt passiv volles Marktrisiko

Aufgrund der gestiegenen Risiken – auch in Anbetracht vieler Faktoren ausserhalb der Zinspolitik, wie sinkender Inflation, globalem Währungswettbewerb, Quantitative Easing Programmen, sinkender Marktfungibilität im Sinne der Handelsliquidität an den Kapitalmärkten, sich abschwächendem Wirtschaftswachstum und steigenden Zahlungsbilanzproblemen in Schwellenländern – drängt sich u.E. ein verstärktes Augenmerk auf ein aktives Management und im Besonderen ein aktives Risikomanagement auf. **Das Bedürfnis nach Kapitalschutz und zuverlässigen Ertragsströmen ist ungebrochen, aber Strategien (wie passives Denken und Investieren), die in der Vergangenheit gute Ergebnisse lieferten, beinhalten heute mitunter hohe Risiken.**

Aktives (Risiko)Management sollte insbesondere bei deflationären Schocks das Augenmerk auf den Kapitalerhalt haben. Analog dem Benchmark-unabhängigen Denken bei der langfristigen Vermögensdisposition, sollten Absicherungsinstrumente, wie z.B. Futures und Optionen, situativ und punktuell genutzt werden.

Eine reine Benchmark-nahe Strategie wird es u.E. schwer haben, das Marktumfeld der nächsten Jahre erfolgreich zu bestehen.