

SIGLO Timeout Nr. 48 Negative Renditen, hmmm?

Abstract

Eine der grundlegendsten Annahmen ökonomischer Theorien ist so banal, dass sie nur selten explizit erwähnt wird. Man geht davon aus, dass nur in Anlagen investiert wird, wenn deren erwartete Rendite nach Kosten positiv ist. Klingt irgendwie logisch, oder? Wie's klingt, spielt für eine Reihe von Anlegern aber offenbar keine Rolle, denn die heutigen Preise für Schweizer Staatsanleihen über die Laufzeiten vom kurzen bis hin zu 12 Jahren ist nach Kosten negativ. Welche Fragestellungen es aufwirft und welche Implikationen es hat, diskutieren wir in diesem aus aktuellem Anlass vorgezogenen Timeout.

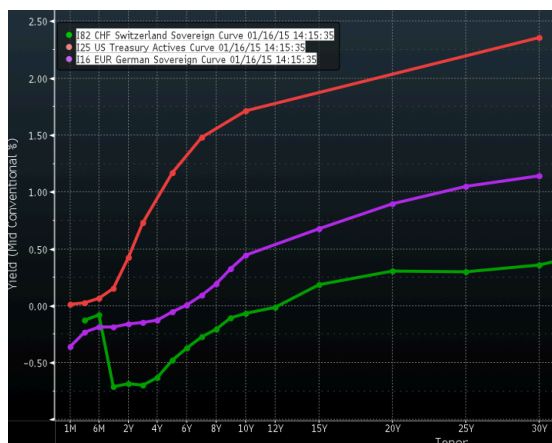
Einführung

Der Entscheid der SNB, den Mindestkurs des CHF gegenüber dem EUR nicht weiter zu verteidigen überraschte zweifellos. Den Effekt auf die Preise von Fremdwährungen gegenüber CHF und auch von Schweizer Aktien haben wir gesehen und Kommentare dazu gibt es genug. Wir gehen in diesem Timeout einen Schritt weiter und befassen uns mit der aktuellen Preissituation bei den Schweizer Staatsanleihen. Es scheint, als hätten davon nicht alle Anleger Wind gekriegt, denn es fällt uns schwer, unsere aktuellen Beobachtungen nachzuvollziehen. Beginnen wir zuerst mit den Fakten, bevor wir einige theoretische Überlegungen durchkauen, um anschliessend zur Konklusion zu gelangen.

Fakten zu den Preisen

Sogenannte Renditen auf Verfall (englisch Yield to Maturity) einer Anleihe zeigen den Ertrag, den ein Anleger erzielen wird, wenn er die Anleihe kauft und bis zum Verfall hält und diese korrekt aus- bzw. zurückgezahlt wird (siehe Timeout Nr. 41). Mehr Ertrag gibt es nicht! Daher heisst diese Anlageklasse auch Fixed Income.

Die erste Abbildung zeigt per Freitag 16.1.2015 Nachmittag um 14.15 die Renditen auf Verfall (Y-Achse) für US-, GER- und CH-Staatsanleihen über verschiedene Laufzeiten (X-Achse).



Die grüne Linie für CH liegt bis zu 12 Jahren unter null (der Knick bei 6 Monaten entsteht durch den Übergang in den Daten von Libor zu Eidgenossen). Für GER liegt die violette Linie bis 6 Jahre unter null, während die US Staatsanleihen in rot immer im positiven Bereich bleiben. Wer sein Geld der Eidgenossenschaft oder dem grossen Kanton zur Verfügung stellen möchte, muss dafür zahlen. Hmmm?

Unter Einschluss von Transaktionskosten liefern Käufe von CH Staatsanleihen mit Laufzeiten bis 12 Jahre negative Renditen

Weitere Fakten

Staatsanleihen kann man nicht gratis handeln. Es gibt wie auf den meisten anderen Märkten eine Geld-Brief-Spanne, kurz Spread genannt. Wer mit Portfolio Managern im Fixed Income Bereich spricht, erfährt dass Spreads auf CH-Staatsanleihen nicht konstant bleiben, sondern über die Zeit schwanken, typischerweise aber am kurzen Ende irgendwo zwischen 10 und 30 Bps liegen. Auf US-Titeln werden in der Regel viel engere Spreads gehandelt, weil sie liquider sind. Weiter aussen auf der Kurve weiten sich Spreads aus, insbesondere in Krisenzeiten (wie gerade jetzt), wo Spreads auf dem 10-jährigen leicht 50 Bps erreichen und für lange Laufzeiten im Bereich mehrerer Prozentpunkte liegen.

Eine Betrachtung der Netto Renditen muss diese Spreads berücksichtigen, da sie sich (zumindest beim Kauf) weder vermeiden noch umgehen lassen. Hinzu kommen für Fondsanleger alle Gebühren bzw. TERs, die ebenfalls Geld kosten. Käufer tätigen hier also scheinbar freiwillig eine Anlage, die garantiert in Verlusten von teilweise mehreren Prozentpunkten endet. Dies impliziert zugleich auch sehr hohe Opportunitätskosten. Manager berichten uns aber erstaunlicherweise, dass am Markt nicht etwa die Käufer fehlen, sondern vor allem die Verkäufer. Hmmm?

Wir müssen zugeben, dass uns diese Situation verwirrt. Also fragen wir einige Fondsmanager, weshalb sie solche Anlagen jetzt tätigen.

Wohin den sonst mit dem Geld?

Die Antwort liegt im Prinzip auf der Hand. Weil ihnen schlicht nichts anderes übrig bleibt! Viele Fondsreglemente erlauben den Managern nicht, andere Anlagen als Staatsanleihen zu halten und schreiben zudem hohe Investitionsgrade vor. Zudem dürfen Benchmarks, die blind und emotionslos Anlagen mit negativen Renditen kaufen, nicht ignoriert werden. Wieso aber nicht mehr Cash? Erstens weil die SNB Negativzinsen auf Girokonten beschlossen und gestern nochmals erhöht hat und zweitens, weil die Renditen von Neuanlagen in Money Market Fonds aktuell auch keine positive Nettorendite bieten.

ALM Grundlagen

Die gleiche Frage nach dem Sinn einer Anlage mit garantiertem Verlust sollte man also auch institutionellen Anlegern in der Schweiz stellen, die, soviel uns bekannt ist, nicht zum Kauf von Anlagen mit sicheren Verlusten verpflichtet sind. Soweit wir die Idee einer ALM verstehen, geht es darum, Abflüsse auf der Verpflichtungsseite mit Zuflüssen auf der Aktivseite in Verbindung bzw. je nach Risikoappetit sogar in Einklang zu bringen. Negative Renditen ausgerechnet in der Anlageklasse, die sich historisch am besten für ein Asset-Liability-Matching eignet, stellen aus unserer Sicht eine neue und keinesfalls leicht lösbare Herausforderung dar. Es drängt sich somit die Frage auf, ob man früher gemachte Annahmen in einer ALM (die wohl von positiven Renditen auf CH-Staatsanleihen ausgingen) im aktuellen Umfeld nicht anpassen, aussetzen oder zumindest kritisch beurteilen möchte.

Ökonomische Theorie und Empfehlung

Die SNB will den CHF nach wie vor schwächen. Ob das langfristig gelingt, können wir nicht beurteilen. Fest steht aber, dass die Nominalwertanlagen wie z.B. die Schweizer Staatsanleihen unattraktiv, überbewertet und im ALM-Kontext untauglich sind, wenn ihre Rendite auf Verfall negativ bleibt. Dieser Zustand ist aus unserer Sicht weder im Gleichgewicht noch längerfristig stabil. Es ist zwar ein paar Jahre her, seit wir die VW-Vorlesungen an den diversen Schweizer Unis genossen haben, aber uns wäre wirklich entgangen, dass rationale Investoren freiwillig Anlagen tätigen und auch behalten, die Verluste garantieren. Trotzdem tun sie es gerade jetzt, wie der aktuelle Preis am Markt zeigt.

Sind der Markt und seine Akteure irrational? Behavioral Finance bzw. die dahinterstehende Psychologie liefert zwar Erklärungsansätze wie z.B. Herdenverhalten oder das Spiel von Angst und Gier, aber diese befriedigen uns nur kurzfristig. Mittel- und längerfristig dürfte sich in unseren Augen wieder Rationalität durchsetzen, was heute klar für einen Verkauf von CH-Staatsanleihen spricht. Denn ein rationaler Käufer von CH-Staatsanleihen und/oder anderen Anlagen mit negativen erwarteten Renditen muss konsequenterweise davon überzeugt sein, dass alle anderen Anlageklassen künftig noch tiefere Renditen abwerfen. Ziemlich düsteres Weltbild..

...oder ziemlich beschränktes Anlageuniversum, denn wir finden nach wie vor eine Reihe von Anlagen, die zwar nicht zu spontanen Freuden-sprüngen anregen aber wenigstens mit relativ hohen Wahrscheinlichkeiten langfristig positive Nettorenditen erwarten lassen. Eine Auswahl davon finden Sie in unseren letzten Timeouts.

SIGLO Capital Advisors AG

ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,

berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,

unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfolio-konstruktion und bei der Überwachung,

erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten.

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

