

Feste und variable Verzinsung

Nach Jahrzehnten fallender Zinsen und tiefer Inflation steht evtl. ein ökonomischer Regimewechsel an. Verluste auf Anleihen mit langer Duration lieferten in den letzten Monaten einen Vorgeschmack dafür. Gleichzeitig verloren auch Aktien seit Anfang Jahr signifikant an Wert. Variabel verzinsten Anlagen wie Loans zeigten sich hingegen wertstabil. Im Timeout teilen wir Beobachtungen und Gedanken dazu und erklären, wieso sich Diversifikation weiterhin lohnt.

Variabel oder fest

In der Welt der Nominalwertanlagen (Fixed Income) lassen sich zwei Instrumententypen unterscheiden: variabel verzinsten (Floating Rate wie z.B. Loans) und festverzinsten (Fixed Rate wie z.B. der Grossteil aller Anleihen). Solange sich Zinsen und Inflation in westlichen Ländern kaum bewegten, präsentierten sich Renditen ähnlich und nicht alle Anleger oder Consultants interessierten sich für spezifische Merkmale der beiden Typen. In den letzten Quartalen änderte sich das aufgrund von erhöhten Inflationsdaten und auch Inflationsängsten sowie herben Verlusten auf Aktien und Anleihen mit langer Duration aber vermutlich.

Grundsätzlich bemühen sich instit. Anleger, möglichst attraktive Renditen zu erzielen, auch mit Nominalwertanlagen sowohl absolut als auch risikoadjustiert. Sie vergleichen dafür verschiedene abschöpfbare Risikoprämien am Markt, beurteilen diese im Hinblick auf Ertragspotenziale sowie die dafür in Kauf zu nehmenden Risiken, und bilden damit diversifizierte Portfolios von Anlageklassen und Titeln. Dabei stehen zwei für dieses Timeout relevante Fragen im Fokus. Die erste nach der Duration der Nominalwertanlagen und die zweite nach den gesuchten Risikoprämien.

Die erste Frage adressiert, wie Zinsrisiken und/oder Durationsrisiken gesteuert werden. Je nach Hauptziel des Anlegers variiert die Antwort. Während Private oft eher auf absolute Renditen schauen, spielt für institutionelle Anleger mit offenen Verpflichtungen die Eignung von Nominalwertanlagen zur Bedienung der Verpflichtungen sowie zum Risikomanagement eine zentralere Rolle. Individuelle Ziele zu verfolgen macht Sinn, weil man als Anleger seine eigenen Bedürfnisse am besten kennt. Es fragt sich aber, wie hartnäckig

man daran festhält, falls sich makroökonomische Umstände und vorherrschende Regime verändern. In Anbetracht erlittener Verluste im Jahr 2022 fragt sich, ob der von einigen Institutionellen praktizierte Fokus auf Anleihen mit langer Duration bei Ausschluss variabel verzinsten Anlagen zielführend war. Indizes für diversifizierte Portfolios von Staatsanleihen liegen im Jahr 2022 bisher zweistellig in der Verlustzone und rentieren seit 2015 abgesichert in CHF negativ. Loan-Indizes verlieren in 2022 knapp 3% und rentieren abgesichert in CHF seit 2015 mit gut 2% pro Jahr. Mit solchen Einbussen auf Anleihen rechneten nicht viele, was uns zu einem erörternden Timeout motiviert.

Durationsrisiko und Kreditrisikoprämien

Nominalwertanlagen sind Kombinationen von Zins-, Kredit- und Währungsrisiko. Letzteres ist leicht abzuschätzen, darum ignorieren wir es hier. Die zweite Frage befasst sich mit Risikoprämien, sprich den Anteilen an Zins- und Kreditrisiko, welche in die Rendite eines jeden Fixed Income Instruments einfließen.

Je länger die Laufzeit festverzinslicher Instrumente, desto höher ihre Zinssensitivität, sprich das Preisänderungsrisiko des Instruments aufgrund von Zinsänderungen. Das Mass Duration und seine diversen Subformen davon, beschreiben diese Zinssensitivität. Anleihen mit hoher Duration verlieren bei steigenden Zinsen deutlich mehr an Wert als solche mit kurzer. Konkret verlieren (gewinnen) Anleihen mit 10-Jahres-Duration bei einem Zinsanstieg (-rückgang) um 1.0% rund 10% an Wert. Solche mit Duration von 3 Jahren verlieren 3.0%. Der Grund liegt in der Diskontierung der zukünftigen Coupons sowie der Rückzahlung der Anleihen. Je höher der Diskontsatz (Zins), desto tiefer der Preis der Anleihe. Wir verzichten an der Stelle bewusst auf komplexere Themen wie Konvexität, weil es den Rahmen des Timeouts sprengt.

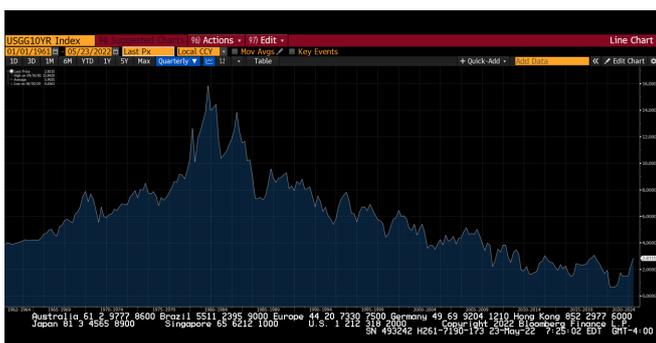
Variabel verzinsten Anlagen weisen kurze Durations und damit geringe Zinsrisiken auf. Sie sind also stärker auf die Kreditrisikoprämie ausgerichtet. Die Rendite von Loan-Indizes widerspiegelt Kreditrisikoprämien. Die Historie ab 1992 ist attraktiv, das Sharpe Ratio auch und die Aktien-Korrelation liegt um 0.6, was den signifikanten und attraktiven Diversifikationsbeitrag von Loans im Portfoliokontext empirisch untermauert.

Jahrzehnte fallender Zinsen

Die letzten 60 Jahre Zinsgeschichte in den USA sind interessant. Nach steigenden Zinsen in den 60ern und

den von hoher Inflation geprägten 70ern mit heftigen Zinserhöhungen unter dem damaligen FED-Chef Paul Volker, setzte ab Anfang der 80er eine vier Dekaden lang dauernde Phase fallender Zinsen ein. Die Abbildung 1 zeigt die Entwicklung der Verfallsrenditen von US-Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit. Wir erinnern uns alle daran, dass Verfallsrenditen ausdrücken, welche Renditen bis Maturität (ohne aktiven Handel, buy-and-hold) auf Anleihen anfallen. Mehr Rendite gibt es ganz bestimmt nicht, weshalb die Anlageklasse auch als Fixed Income bezeichnet wird. Weniger möglicherweise schon, wenn Schuldner ausfallen. Bei Anleihen entwickelter Staaten mit eigener Notenpresse erscheint dieses Risiko aber minimal.

Abbildung 1: Zinsentwicklung in den USA ab 1961



Mehr zum Ausblick folgt in Kürze. Zuvor aber zurück in die Schweiz, wo die Entwicklung der Verfallsrenditen von Eidgenossen (Schweizer Staatsanleihen, weiss) ähnlich verlief wie in den USA (blau), einfach auf etwas tieferem Niveau. Ebenso in Deutschland (rot), wie die Abbildung 2 ab 1994 darstellt (frühere Daten sind auf Bloomberg für uns leider nicht auffindbar).

Abbildung 1: Zinsentwicklung USA, CH, GER ab 1994



Im Januar 2015 kündete die SNB etwas bisher kaum Vorstellbares an: Negative Zinsen. Wenn Banken Geld bei der SNB deponieren wollen (statt ausleihen) müssen sie dafür Zins bezahlen. Im März 2015

tauchten dann erstmals auch die Verfallsrenditen von Eidgenossen mit 10-jähriger Laufzeit in negatives Territorium. Dort blieben sie mit zeitweiligen positiven Ausflügen bis zum Tiefpunkt von -1.12% im August 2019 stehen, um anschliessend wieder zu steigen. Positiv wurde es anfangs Januar 2022 wieder und per Ende Mai stehen wir bei rund 0.88%. Abgesichert in CHF sind die Verfallsrenditen für die Staatsanleihen der USA oder Deutschland per Ende Mai nach wie vor äusserst tief, aber ebenfalls wieder positiv.

Erklärungen für die Renditen in 2022 bisher

Ein Blick auf die Entwicklung der Verfallsrenditen und die Duration von Anleihen erklärt anschaulich, wieso Staatsanleihen mit langer Duration seit Jahresbeginn zweistellige Verluste erlitten. Ein Zinsanstieg erstaunt vor dem Hintergrund einer ansteigenden Inflation ab Sommer 2021 nicht sonderlich. Hofften Zentralbanker anfänglich noch auf «transitorische» Inflation, wurde bald klar, dass das angesichts der geopolitischen Spannungsfelder und der hohen Liquiditätsspritzen in den letzten Jahren eher unwahrscheinlich erscheint.

Dass Staatsanleihen mit negativen Verfallsrenditen nicht den identischen Schutz bei Aktienmarktkrisen wie in früheren Krisen liefern, war für uns auch nicht überraschend (siehe Timeouts Nr. 4, 13, 55, oder 127), weil uns erheblich negativere CH-Zinsen unrealistisch erschienen. Deshalb gab es für uns ab 2015 keine überzeugenden Gründe mehr, auf die in früheren Krisen so wertvolle Basisdiversifikation zwischen Staatsanleihen und Aktien zu setzen, weil globalen Zentralbanken die Möglichkeit für weitere signifikante Zinssenkungen schlicht und einfach fehlte.

Die stabilere Rendite von variabel verzinsten Anlagen wie Senior Secured Loans oder solchen mit kurzer Duration (Short Duration HY-Bonds) seit Anfang 2022 überrascht ebenfalls nicht sonderlich. Erstens halfen geringe Zins- und Durationsrisiken. Zweitens blieben Ausfallraten sehr tief, weil sich viele Schuldnerfirmen bereits von April 2020 bis Herbst 2021 refinanzierten und für sie daher in 2022 kaum Druck entstehen sollte.

Eine verpasste Chance

Phasen mit steigenden Zinsen gab es seit den 80ern schon einige. Ebenso Prognosen von Ökonomen, die jeweils heftige Zinsanstiege erkennen wollten und Kunden zu kurzer Duration rieten. Das funktionierte bis 2015 nicht, weil Zinsen bekanntlich immer weiter sanken, was Staatsanleihen mit langer Duration half. Doch die Asymmetrie zwischen Chancen und Risiken

von Staatsanleihen mit langer Duration sprach ab 2015 für mehr Diversifikation bei Nominalwertanlagen und konkret für Beimischungen von variabel verzinsten Instrumenten (Timeout Nr. 62 über Buchgewinne von Staatsanleihen, Timeout Nr. 90 zu Krisen und Absicherungen oder Timeout Nr. 12 Short Duration HY-Anlagen im Portfoliokontext). Das Argument liegt darin, dass Anlagen mit negativen Verfallsrenditen keinen Beitrag zur Bedienung von Verpflichtungen liefern und nur positiv rentieren, wenn Zinsen weiter fallen. Man müsste Anleihen dann noch im richtigen Zeitpunkt und ohne hohe Transaktionskosten aktiv am Markt veräussern, damit sie positiv rentierten. Für uns weder damals noch heute ein Szenario mit hoher Eintrittswahrscheinlichkeit. Weil es mit syndizierten Loans und anderen Private Debt Anlageklassen schon variabel verzinsten Alternativen am Markt gab, wirken die Jahre von 2015 bis 2021 wie eine verpasste Chance, falls man stets nur Staatsanleihen hielt.

Im Nachhinein ist man bekanntlich immer schlauer. Das entschuldigt in unseren Augen viele verpasste Chancen im Markt (US-Tech-Titel, Bitcoin, etc.), weil niemand hellsehen kann. Aber Ausschlüsse variabel verzinsten Anlagen aus Anlagestrategien institutioneller Anleger und die Vernachlässigung einer breiten Diversifikation rein zu Gunsten von kotierten Aktien und Anleihen mit langer Duration rechtfertigt es nicht.

ALM ist gut, aber nicht mit negativen Renditen

Es gibt Stimmen, die nun darauf verweisen, dass die Deckungsgrade von PKs dank höheren Zinsen heute besser aussehen als vor einigen Quartalen, weil die Verpflichtungsseite mit höheren Sätzen diskontiert wird. Mathematisch ist das korrekt. Uns ist die Idee des Asset-Liability-Matchings durchaus bewusst und sie leuchtet uns auch ein. Insbesondere in einem Zinsumfeld, das eine risikoarme Finanzierung der Verpflichtungen erlaubt, wie es zwischen den 80ern bis vor der Finanzkrise 2008 herrschte. Ab 2015 war dies aber nicht mehr der Fall. Daher steht für uns bei ALM-Studien nicht bloss das Matching der Duration der Verpflichtungen nur mit Staatsanleihen von gleicher Duration im Vordergrund, sondern eher die Erzielung stabiler Erträge und die Erschliessung von Ertragsquellen, welche die Verpflichtungen möglichst sicher und zuverlässig decken können. Und genau in diesem Kontext bringt die Ergänzung eines Portfolios von Staatsanleihen um variabel verzinsten Kreditrisiken, wie sie Loans und Private Debt Anlagen bieten, eine wertvolle Ergänzung. 2022 demonstrierte das bisher anschaulich. Wir können nachvollziehen, dass solche

Entscheiden in Ruhe gefällt werden wollen. Übereilige Strategiewechsel sind gefährlich. Strategisch wichtige Diskussionen in Gremien zu vermeiden und denkbare Lösungen apriori auszuschliessen aber auch.

Financial Repression

In unserem Ausblick auf Szenarien spielt auch die Financial Repression eine Rolle. Mit diesem Begriff bezeichnet man eine makroökonomische Situation, in der die realen Renditen von Zentralbanken bewusst negativ gehalten werden. Dies wird erreicht, indem die Zinsen unter die Inflation gedrückt werden (siehe auch Timeout Nr. 21). Diese Methode funktionierte bereits in den Zeiten nach dem Zweiten Weltkrieg, um die hohen Schulden langsam und ohne heftige Krisen abzubauen. Angesichts der heutigen Verschuldung zahlreicher Länder erachten wir es wahrscheinlich, dass einige Zentralbanken, vor allem in den USA und Europa, eine ähnliche Strategie verfolgen. Natürlich funktioniert der Trick nicht, wenn man ihn transparent offenlegt, weshalb man die heutigen Botschaften von Zentralbankern vorsichtig interpretieren sollte.

Fazit

Wir wissen nicht, wie's weiter geht. Zentralbanken sind im Dilemma; entweder Rezession riskieren oder Inflation ausufern lassen. Beides wird unangenehm. Daher sind diverse Szenarien denkbar. Dazu gehören für uns z.B. eine heftige Rezession, welche die Inflation abkühlt, unangenehme Stagflation oder anhaltend hohe Inflation gepaart mit hohem Wachstum auch dank Produktivitätsfortschritt (Technologie). Je nach Szenario sind andere Anlageklassen und Strategien vorteilhaft. Wer sich nicht auf ein Szenario festlegen kann oder will, dürfte mit einer breiten Risikostreuung gut beraten sein. Insbesondere weil Loans, Private Debt und andere alternative Anlagen in gewissen Szenarien gut funktionieren, in welchen die Aktien und Staatsanleihen beide Mühe bekunden dürften, wie wir seit Jahresbeginn klar beobachten konnten.

Die Empfehlung lautet deshalb nicht, Hals über Kopf in Privatmarktanlagen und Loans zu wechseln. Eben- sowenig sollte man die Staatsanleihen, die man noch im Portfolio hält, blind verkaufen. Es bietet sich eine breite und bewusste Diversifikation an, welche eine Strategie mit diversen verschiedenen Anlageklassen und Instrumenten ausstattet, die in unterschiedlichen Szenarien rentieren. Idealerweise zapft ein Portfolio viele unabhängige Risikoprämien an, die sich effizient und transparent abschöpfen lassen. Dogmatische Ausschlüsse bewirken leider genau das Gegenteil.