

Studie: Die Zinsfalle spitzt sich zu

- Mehr als drei Jahrzehnte konnten Anleger attraktive Erträge an den Anleihemärkten erzielen. In Anbetracht des historisch niedrigen Zinsniveaus werden Anleger in den nächsten Jahren nach Kosten voraussichtlich kein Geld mehr mit Anleihen verdienen.
- Die Notenbanken haben mit ihrer Politik den Trend sinkender Zinsen verstärkt und damit teilweise irrationale Entwicklungen verursacht. Erste Anzeichen für ein Umdenken der Notenbanken sind jedoch erkennbar.
- Auch vermeintlich defensive Aktien haben stark von der bisherigen Zinsentwicklung profitiert. Damit haben sich aber auch die Risiken beispielsweise bei einem Zinsanstieg erhöht.
- Klassische Anlegerportfolios aus Anleihen und defensiven Aktien weisen aufgrund der Zinssensitivität beider Portfoliobestandteile keine sinnvolle Diversifikation in einem Umfeld steigender Kapitalmarktzinsen auf.
- Die Argumente für die Berücksichtigung von Absolute-Return-Strategien haben auch nach einem sehr herausfordernden Jahr 2016 weiterhin Bestand und gewinnen bei einer Zuspitzung der Zinsfalle sogar noch an Bedeutung.

Vorwort

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.

Die Notenbanken üben mit ihrer Niedrigzinspolitik und ihren Ankaufprogrammen einen immer größeren Einfluss auf die Märkte aus und verursachen teils irrationale Entwicklungen. So notierten im August 2016 etwa 54 % der Staatsanleihen entwickelter Länder mit einer negativen Rendite. Dies entspricht einem Volumen von acht Billionen Euro, mit denen Investoren sichere Verluste erleiden.¹

Auf der Suche nach Renditechancen in einem schwierigen Umfeld erweitern immer mehr Investoren ihr Anlageuniversum beispielsweise auf Unternehmensanleihen oder auch auf vermeintlich defensive Aktien. Im Ergebnis sind viele Anleger jedoch in Titeln investiert, deren Wertentwicklung letztlich ebenfalls von den niedrigen Kapitalmarktzinsen getrieben wurde. Damit legen sie sich für die Zukunft – oftmals unwissentlich – auf ein einziges Szenario

fest: eine Welt, in der die Kapitalmarktzinsen dauerhaft niedrig bleiben. Aber niemand kann sagen, wie lange ein solches Szenario noch anhalten wird.

Angesichts des nach wie vor niedrigen Zinsniveaus sowie eines möglichen und sich zum Teil bereits abzeichnenden Umdenkens der Notenbanken sind weitere Zinsrückgänge unwahrscheinlich. Im Gegenteil deutet die jüngste Entwicklung an den Anleihemärkten nach dem Sieg von Donald Trump bei den US-Präsidentenwahlen eher auf ein ansteigendes Kapitalmarktzinsniveau und eine anziehende Inflation hin. Die historisch positive Entwicklung der Anleihemärkte lässt sich damit kaum wiederholen. Vielmehr ist es für Anleger entscheidend, sich mit der aktuellen Situation intensiv auseinander zu setzen und sich auf im Vergleich zur Historie geänderte Marktbedingungen einzustellen.

Auf den folgenden Seiten zeigen wir auf, wie sich die Zinsfalle in der jüngeren Vergangenheit weiter zugespitzt hat und erläutern Gründe, warum ein Portfolio unabhängig von einem bestimmten Szenario an den Märkten aufgebaut werden sollte. Die derzeitige Marktentwicklung verdeutlicht, dass sich Anleger aktuell mit ihrem Portfolio auseinander setzen sollten.

Die Zinsfalle – ein wachsendes Risiko

An den Anleihemärkten gab es für die meisten heute aktiven Marktteilnehmer eine Konstante: langfristig fallende Kapitalmarktzinsen. Seit dem Hochpunkt bei 11,43 % am 7. September 1981 ist die Umlaufrendite in Deutschland über mehr als drei Jahrzehnte zurückgegangen. Im Jahr 2016 fiel die Umlaufrendite erstmals in der Historie in den

negativen Bereich und markierte am 6. Juli 2016 ihren bisherigen historischen Tiefststand bei einem Wert von -0,29 %. Bis zum 30. November 2016 konnte die Umlaufrendite zwar wieder knapp in den positiven Bereich ansteigen, liegt mit einem Wert von 0,01 % aber immer noch auf einem historisch extrem niedrigen Niveau.

1 Quelle: Bank of America Merrill Lynch »The Liquidity Supernova & the „Keynesian Put“« in »The Thundering Word« vom 24. August 2016



Die vorherrschende Tendenz fallender Kapitalmarktzinsen hat in der Vergangenheit allgemein zu starken Kursgewinnen bei Anleihen hoher Bonität geführt. Die hohen Erträge zeigen sich auch am REX Performanceindex, der neben den vereinnahmten Zinskupons auch Wertveränderungen deutscher Staatsanleihen aufgrund von Veränderungen des Zinsniveaus berücksichtigt. Der REX Performanceindex konnte im Zeitraum von Ende August 1981 bis Ende November 2016 einen Wertzuwachs von insgesamt 826,2 % verzeichnen, was 6,5 % Rendite pro Jahr entspricht.

In Folge der hohen Zinskupons sowie der Kursgewinne aufgrund des allgemeinen Zinsrückgangs konnten Anleger am Anleihemarkt hohe Wertzuwächse erzielen. Auch ohne eine Prognose zur zukünftigen Zinsentwicklung treffen zu müssen, wird bei sorgfältiger Analyse der derzeitigen Ausgangsbasis an den Anleihemärkten deutlich, dass sich die Vergangenheitsentwicklung nicht für die Zukunft fortschreiben lässt. Unter den aktuellen Marktrahmenbedingungen erzielen Anleger gemessen an der Umlaufrendite keine laufende Verzinsung mehr und auch das Potenzial zukünftiger Kurssteigerungen durch einen weiteren Rückgang des Kapitalmarktzinsniveaus ist begrenzt. Die durchschnittliche Restlaufzeit der in die Berechnung der Umlaufrendite einfließenden Anleihen liegt per Anfang Dezember 2016 bei genau zehn Jahren. Basierend auf der derzeitigen Umlaufrendite von 0,01 % werden Investoren somit in den nächsten zehn Jahren nominal kein Geld im Anleihebereich verdienen. Wird die Inflation in die Betrachtung mit einbezogen, sieht das Bild für Anleger noch schlechter aus. Schon bei einer Fortschreibung des aktuellen Niveaus der Inflation werden Anleger in den nächsten zehn Jahren real an Kaufkraft einbüßen, da die Umlaufrendite nicht ausreicht, die Inflation auszugleichen. Gleichzeitig tragen sie das Risiko von Kursverlusten im Falle eines möglichen Anstiegs der Kapitalmarktzinsen von dem derzeit niedrigen Niveau.

Renditealternativen – mehr Risiken als Rendite?

Im Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre suchten Anleger verstärkt nach Möglichkeiten, das Renditepotenzial ihrer Investitionen im Anleihemarkt zu steigern. Grundsätzlich kann dies zum Beispiel durch die Investition in Anleihen mit einer längeren Restlaufzeit und eine entsprechende Erhöhung der Duration erfolgen. Während beispielsweise im Jahr 2011 eine

Erhöhung der mit deutschen Staatsanleihen erzielbaren Rendite durch eine Verlängerung der Restlaufzeit noch erreichbar war, ist dies aktuell aufgrund der vergleichsweise flachen Zinsstrukturkurve nur noch sehr eingeschränkt möglich. Gemessen an deutschen Staatsanleihen können Anleger durch eine Investition in Anleihen mit Restlaufzeiten ab neun Jahren zwar

den Bereich negativer Renditen verlassen, die erzielbaren absoluten Renditen bleiben jedoch auch bei längeren Laufzeiten auf historisch niedrigen Niveaus. So bieten deutsche Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn bzw. 30 Jahren per 30. November 2016 lediglich Renditen von 0,28 % bzw. 0,95 % p.a.

Die Investition in Anleihen mit einer längeren Laufzeit ist allerdings auch mit einer Erhöhung des Risiko-Profiles verbunden. So vergrößert sich mit der Ausweitung der Laufzeit die Zinssensitivität von Anleihen, was im Falle ansteigender Kapitalmarktzinsen zu deutlichen Verlusten führen kann. Ein Zinsanstieg um einen Prozentpunkt würde für eine Bundesanleihe mit einer Restlaufzeit von etwa vier Jahren bis Oktober 2020 einen Kursverlust von etwas unter 4 % bedeuten. Bei einer Bundesanleihe mit einer Restlaufzeit von etwa zehn Jahren bis August 2026 läge der Verlust schon bei über 9 %. Bereits der jüngste Anstieg der Rendite der bis August 2026 laufenden 10-jährigen Bundesanleihe von -0,15 % im Tief auf 0,28 % per 30. November 2016 hat zu einem Kursverlust der Anleihe von 4,0 % geführt. Die untenstehende Tabelle zeigt modellhaft die Kursveränderungen

der am 11. Juli 2016 mit einem Kupon von 0 % emittierten 10-jährigen Bundesanleihe bei einer kurzfristigen Renditeänderung auf. Auch bei einem über einen Zeitraum von zwei Jahren verlaufenden Anstieg der Rendite um 2,0 % würden Anleger aufgrund des fehlenden Ausgleichs der Kursverluste durch Kuponzahlungen immer noch etwa 14 % an Wert verlieren.

Eine andere Möglichkeit für Anleger höhere Renditen zu erzielen, ist die Investition in Staatsanleihen niedrigerer Bonität. Die Umlaufrendite bildet die Renditen für Anleihen der öffentlichen Hand der Bundesrepublik Deutschland ab, die als bonitätsstarker und damit sicherer Schuldner gilt. Höhere Renditen erhalten Anleger bei Investition in Staatsanleihen anderer Länder mit niedrigerer Bonität für die Übernahme der höheren Ausfallrisiken. Exemplarisch lässt sich dies anhand der auf der nächsten Seite abgebildeten Tabelle beispielsweise an den Staatsanleiherenditen anderer europäischer Länder im Mai 2011 zeigen. So konnten Anleger im Rahmen der damaligen Euro-Krise mit einer Investition in deutsche Staatsanleihen mit einer Laufzeit von fünf Jahren eine Rendite von 2,28 %

KURSENTWICKLUNG EINER 10-JÄHRIGEN BUNDESANLEIHE BEI EINER KURZFRISTIGEN RENDITEÄNDERUNG

RENDITEÄNDERUNG IN PROZENTPUNKTEN	RENDITE DER 10-JÄHRIGEN BUNDESANLEIHE (BIS 08/2026)	KURSENTWICKLUNG
-0,5 %	-0,22 %	+5,0 %
unverändert	0,28 %	0 %
+0,5 %	0,78 %	-4,7 %
+1,0 %	1,28 %	-9,2 %
+1,5 %	1,78 %	-13,4 %
+2,0 %	2,28 %	-17,5 %
+2,5 %	2,78 %	-21,3 %

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Die Kursentwicklung wurde basierend auf der bis zum 15. August 2026 laufenden Bundesanleihe mit einem Kupon von 0 % simuliert.
Quellen: Bloomberg, Sauren Fonds-Research AG; Stand 30. November 2016

WENIGER RENDITE UND GERINGERE UNTERSCHIEDE DURCH DIE NOTENBANKPOLITIK

Stand 31.05.2011												Stand 30.11.2016											
	1J	2J	3J	4J	5J	6J	7J	8J	9J	10J	30J		1J	2J	3J	4J	5J	6J	7J	8J	9J	10J	30J
Deutschland	1,38	1,61	1,77	2,05	2,28	2,51	2,68	2,82	2,94	3,02	3,53	Deutschland	-0,80	-0,73	-0,71	-0,58	-0,43	-0,32	-0,19	-0,05	0,10	0,28	0,95
Österreich	1,47	1,87	2,19	2,49	2,76	2,88	3,03	3,21	3,36	3,45	4,01	Österreich	-0,68	-0,65	-0,54	-0,43	-0,29	-0,11	0,00	0,20	0,36	0,55	1,37
Niederlande		1,53	1,88	2,02	2,30	2,56	2,78	2,96	3,08	3,30	4,01	Niederlande		-0,69	-0,66	-0,56	-0,29	-0,26	-0,09	0,11	0,29	0,43	1,37
Frankreich	1,36	1,83	1,94	2,28	2,60	2,70	2,90	3,08	3,22	3,39		Frankreich	-0,68	-0,62	-0,43	-0,24	-0,08	-0,06	0,11	0,37	0,60	0,75	
Belgien		2,42	2,89	3,25	3,53	3,76	3,77	3,92	4,08	4,18	4,63	Belgien		-0,66	-0,53	-0,43	-0,31	-0,17	-0,04	0,23	0,45	0,63	1,58
Irland	7,96	11,47	13,06		11,89			11,17	11,79	11,04		Irland	-0,54	-0,51	-0,41	-0,28		-0,02	0,22	0,48	0,68	0,88	1,78
Italien		2,69	3,06	3,35	3,52	3,49	3,80	3,91	4,06	4,17	4,86	Italien		0,02	0,31	0,51	0,84	0,96	1,32	1,23	1,58	1,99	2,68
Spanien	1,95	3,49	4,10	4,30	4,65	4,79	4,98	5,09	5,15	5,36	5,91	Spanien	-0,25	-0,12	0,08	0,26	0,48	0,81	1,00	1,27	1,45	1,55	2,76
Portugal	8,68	10,94	11,36	10,33	11,26	10,49	10,64	10,55	10,17	9,61	7,64	Portugal	0,03	0,34	0,95	1,80	2,25	2,80	3,18	3,48	3,55	3,71	4,61
Griechenland		25,01	24,47	20,79	16,67	17,32	16,06	16,92	16,61	16,04	10,94	Griechenland	5,01		6,65								6,58
Schweiz		0,54	0,74	0,81	1,16		1,46		1,75	1,82	2,16	Schweiz	-0,97	-0,92	-0,87	-0,76	-0,66	-0,54	-0,45	-0,31	-0,21	-0,13	0,35
Japan	0,15	0,18	0,24	0,33	0,43	0,53	0,71	0,85	1,01	1,17	2,07	Japan	-0,23	-0,16	-0,15	-0,12	-0,09	-0,08	-0,07	-0,03	-0,01	0,03	0,58
USA	0,16	0,47	0,78		1,70		2,39			3,06	4,22	USA	0,77	1,11	1,39		1,84		2,19			2,38	3,03

Renditen von Staatsanleihen entwickelter Länder nach Laufzeit in Jahren in Prozent: ■ Renditen > 5%, ■ Renditen > 2% und < 5%, ■ Renditen > 1% und < 2%, ■ Renditen > 0% und < 1%, ■ Renditen < 0%
Quelle: Bloomberg

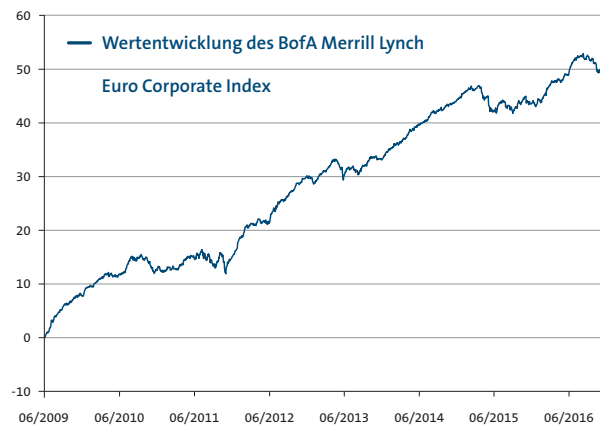
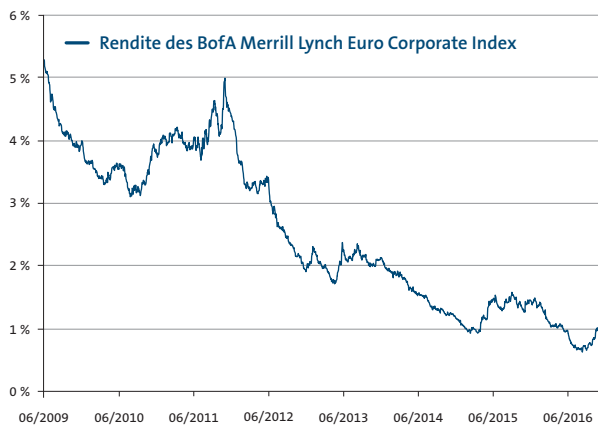
erzielen. Italienische oder spanische Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit boten den Anlegern zu diesem Zeitpunkt aufgrund der höheren Ausfallrisiken dagegen 3,52 % bzw. 4,65 % Rendite. Anhand der Tabelle wird ebenfalls deutlich, dass höhere Renditen auch durchaus ein höheres, reales Ausfallrisiko für Anleger bedeuten können. Die Staatsanleihen Griechenlands boten im Mai 2011 zweistellige Renditen über das gesamte Laufzeitspektrum. Mit dem knapp ein Jahr später im Frühjahr 2012 erfolgten Schuldenschnitt mussten die meisten Anleger aber schmerzliche Verluste hinnehmen.

Im heutigen Marktumfeld lassen sich jedoch auch bei einem Ausweichen auf Staatsanleihen anderer entwickelter Länder kaum noch attraktive Renditen erzielen – insbesondere unter Berücksichtigung der zugrunde liegenden Ausfall- und ggf. Währungsrisiken. Nahe des Tiefpunkts der Kapitalmarktzinsen im Sommer 2016 wiesen ca. ein Drittel der ausgegebenen Staatsanleihen der entwickelten Länder sogar eine negative Rendite auf. Gleichzeitig lag bei etwa

70 % dieser Staatsanleihen die Rendite unterhalb von 1 %². Diese Ausgangssituation hat sich für Anleger durch den jüngsten Anstieg der Kapitalmarktzinsen nur geringfügig verbessert. Nach wie vor erscheint das Renditepotenzial für Anleger bei Staatsanleihen der entwickelten Länder insgesamt wenig attraktiv.

Auf der Suche nach höheren Renditen nahmen Anleger in den letzten Jahren zunehmend eine weitere Möglichkeit in den Fokus: Die Investition in Unternehmens- und Hochzinsanleihen bzw. in Fonds mit entsprechendem Schwerpunkt. Die hohen Mittelzuflüsse und ansteigenden Volumina der Fonds belegen das gewachsene Interesse von Investoren an diesen Anlageklassen. Anlegern bietet die Investition in Unternehmens- und Hochzinsanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen hoher Bonität eine höhere Rendite, weil sie auch hier eine zusätzliche Risikoprämie für die Übernahme von Bonitätsrisiken vereinnahmen können. Eine höhere Rendite ist insofern grundsätzlich ein Indiz für ein höheres Risiko, welches der Anleger bei Investition eingeht.

RENDITE UND WERTENTWICKLUNG VON UNTERNEHMENSANLEIHEN SEIT 30. JUNI 2009



Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Bloomberg, Stand 30.11.2016

Anleihen - unattraktive Perspektiven

Im aktuellen Marktumfeld bieten klassische Rentenstrategien Anlegern keine attraktiven Perspektiven mehr. Die aktuelle Rendite von Staatsanleihen hoher Bonität bzw. von europäischen Unternehmensanleihen liegt auf historisch niedrigem Niveau. In den nächsten Jahren werden Anleger im Anleihebereich nach Abzug der Kosten voraussichtlich keinen Ertrag erzielen und bei Berücksichtigung der Inflation sogar reale Kaufkraftverluste verzeichnen.

Über die vergangenen Jahre weisen auch Unternehmensanleihen einen deutlichen Rückgang des Renditeniveaus auf. Der allgemeine Rückgang der Kapitalmarktzinsen sowie der zusätzliche Rückgang der Renditedifferenz (Spread) zu Staatsanleihen hoher Bonität haben auch bei den Unternehmensanleihen in den vergangenen Jahren zu einem Rückgang der Renditen auf historische Tiefststände geführt. So erreichte das Renditeniveau des BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index mit 0,63 % p.a. am 7. September 2016 einen historischen Tiefpunkt und steht per Ende November 2016 bei einem historisch nach wie vor niedrigen Wert von 1,00 %.

Die zumeist höheren Zinskupons und die Kursgewinne aufgrund des Renditerückgangs haben dazu geführt, dass die Indizes für Unternehmensanleihen in den vergangenen Jahren attraktive Wertzuwächse aufweisen konnten. Gemessen am BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index erzielten europäische Unternehmensanleihen im Zeitraum vom 30. Juni 2009 bis zum 30. November 2016 einen Wertzuwachs von insgesamt 49,5 % bzw. 5,6 % p.a.

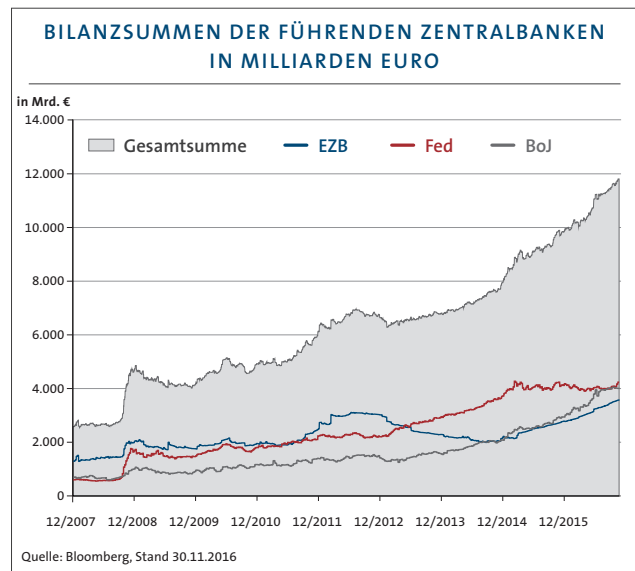
Im Segment der Unternehmensanleihen ergibt sich aufgrund des erreichten allgemein niedrigen Zinsniveaus und der deutlichen Spreadeinengung eine vergleichbare Situation wie bei Staatsanleihen. Auch hier ist das Ertrags/Risiko-Verhältnis mit sinkendem Zinsniveau deutlich unattraktiver geworden. Daher sollten Investoren, die Unternehmensanleihen als Alternative zu Staatsanleihen ins Portfolio genommen haben, sich ebenfalls mit den aktuellen Marktrahmenbedingungen auseinandersetzen und die Portfoliopositionierung überdenken. Dabei wird deutlich, dass Anleger auch bei Unternehmensanleihen auf Sicht der nächsten Jahre nach Abzug der Kosten voraussichtlich kein Geld verdienen werden.

Die Notenbanken als Markttreiber

Der Trend sinkender Kapitalmarktzinsen und der damit einhergehende Anstieg der Anleihekurse wurden insbesondere in der jüngeren Vergangenheit durch die Politik der Notenbanken verstärkt. Mit rekordniedrigen Zinsen und milliarden schweren Anleihe-Kaufprogrammen sorgten die führenden Notenbanken für eine zunehmende Geldschwemme im Markt. Die bei den Marktteilnehmern vorhandene Liquidität floss auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten auch an die Kapitalmärkte. Gleichzeitig trieben die Notenbanken durch den eigenen Ankauf von Staats- und teils auch Unternehmensanleihen die Renditen auf immer neue Tiefstände.

In Folge der Liquiditätsbereitstellung und der Kaufprogramme weiteten sich die Bilanzsummen der führenden Notenbanken beispielsweise der USA (Fed), Europas (EZB) und Japans (BoJ) immer weiter aus. Wenngleich es durchaus Phasen einer sinkenden Bilanzsumme bei einzelnen Zentralbanken gab, stieg die Bilanzsumme der drei Notenbanken zusammen per Saldo deutlich an. So hat sich die Bilanzsumme der drei Notenbanken seit der Finanzkrise mehr als vervierfacht.

Durch die Politik der Zentralbanken wurde in den letzten Jahren der Trend der rückläufigen Zinsen ver-



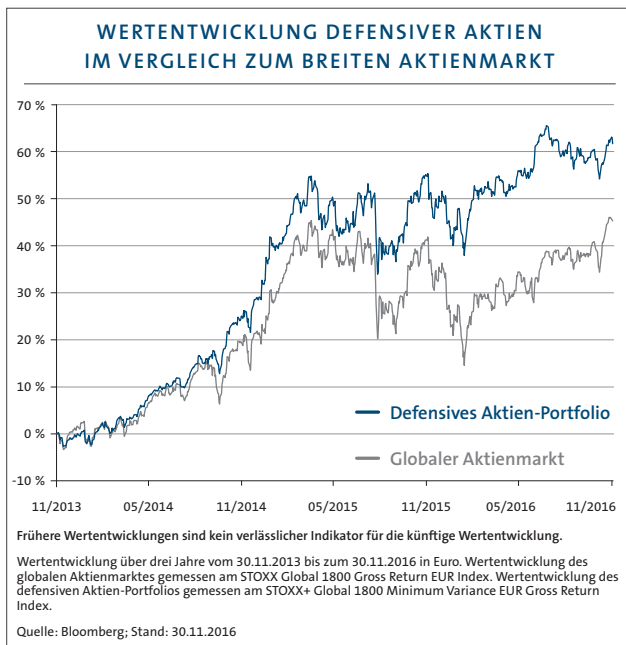
stärkt und die Notenbanken wurden insbesondere in der jüngeren Vergangenheit zur treibenden Kraft an den Märkten. Diese Entwicklung beschränkte sich nicht nur auf den Zinsbereich und den Anleihenmarkt. Inzwischen lassen sich getrieben von der Suche der Anleger nach Rendite zunehmend Auswirkungen der Notenbankpolitik auf die Aktienmärkte erkennen. Auch die Notenbanken selbst, beispielsweise im Falle der japanischen Notenbank oder der Schweizer Zentralbank, agieren inzwischen teils direkt am Aktienmarkt.

Defensive Aktien – die neuen Anleihen?

Getrieben vom Niedrigzinsumfeld investierten immer mehr Anleger in vermeintlich defensive Aktien. Gesucht waren dabei insbesondere Aktien von Qualitätsunternehmen mit einer niedrigen Schwankungsbreite in der Vergangenheit und einer zumeist attraktiven Dividendenrendite. Als Argument für eine Investition in diese Aktien wurden dabei häufig die stabil wachsenden Unternehmensgewinne angeführt. Die hieraus resultierenden Zahlungsströme in

Form von Dividenden oder Aktienrückkäufen ließen die Bewertung dieser Titel im relativen Vergleich zu Anleihen günstig erscheinen.

Defensive Aktien profitierten von dem verstärkten Kaufinteresse der Investoren auf der Suche nach stabilen, anleiheähnlichen Erträgen. In einem Umfeld historisch niedriger und teils negativer Zinsen an den Anleihemärkten wurde die Dividende der Unterneh-



men häufig bereits als Alternative zu Niedrigzinsen bezeichnet. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass mit dem verstärkten Interesse der Investoren und der überdurchschnittlichen Entwicklung in der Vergangenheit auch das absolute Bewertungsniveau dieser Titel deutlich angestiegen ist. Dies ist nicht zuletzt ein Ergebnis der Niedrigzinsen: die im historischen Vergleich hohe absolute Bewertung wird insbesondere über die relative Betrachtung zu Anleihen und die niedrigen Zinsen begründet. So bewerten die Marktteilnehmer den heutigen Wert des zukünftigen Zahlungsstroms der Unternehmensgewinne bei einem niedrigeren Zins höher und rechtfertigen so eine höhere Bewertung der Aktien.

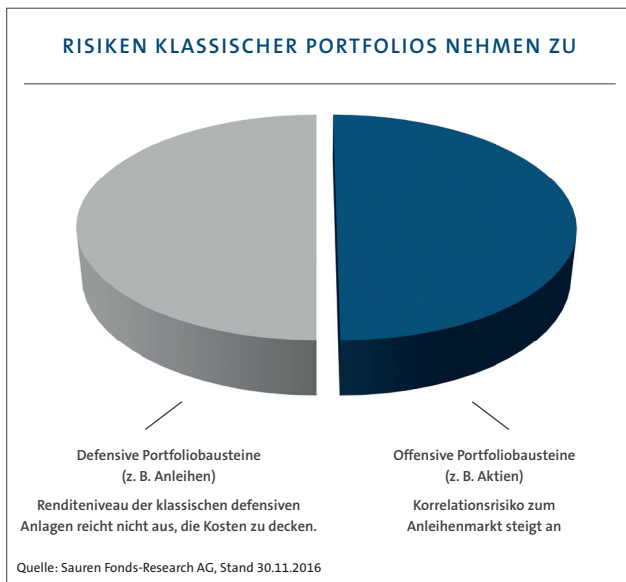
Die Portfoliokonstruktion wird zur Herausforderung

Im aktuellen Niedrigzinsumfeld stellt eine sinnvolle Positionierung eine besondere Herausforderung für Anleger dar. In der Vergangenheit deckten die meisten Anleger den defensiven Anteil des Portfolios

Defensive Aktien bald in der Defensive?

Die Suche der Anleger nach Alternativen zu den niedrigen Zinserträgen hat zu einem verstärkten Interesse an defensiven Aktien mit stabilen Erträgen geführt. Dadurch sind nicht nur die Kurse dieser Titel gestiegen, sondern auch ihre Zinssensitivität. Bei einem Anstieg der Kapitalmarktzinsen könnten insbesondere die vermeintlich stabilen Aktien unter Druck geraten. Die Entwicklung der letzten Monate hat dieses Szenario bereits angedeutet.

Gleichzeitig mit der Popularität und den steigenden Kursen der defensiven Aktien nahm jedoch auch die Zinssensitivität dieser Titel zu. In einem Umfeld, in dem Investoren einen nachhaltigen Anstieg der Kapitalmarktzinsen erwarten und diesen in die Bewertung der Aktien einpreisen, ergibt sich entsprechend ein erhöhtes Rückschlagpotenzial für die vermeintlich defensiven und inzwischen auf absoluter Basis vergleichsweise hochbewerteten Unternehmen. In diesem Fall würden auch defensive Aktien – gemeinsam mit Anleihen – bei einem Anstieg der Zinsen an Wert verlieren. Anleger, die auf der Suche nach Rendite in defensive Aktien investiert haben, sind somit auch mit ihren Aktieninvestitionen dem Risiko eines Zinsanstiegs ausgesetzt. Die Wertentwicklung vermeintlich defensiver Aktien im Vergleich zum breiten Aktienmarkt lässt diesen Zusammenhang seit August 2016 in einem Umfeld ansteigender Kapitalmarktzinsen bereits erkennen.



höheren Zinsniveau und dem Rückgang der Kapitalmarktzinsen stark profitieren.

Anleger sollten die Attraktivität einer Investition jedoch nicht auf Basis der in der Vergangenheit erzielten Renditen beurteilen, sondern die aktuellen Marktrahmenbedingungen und das Potenzial für die Zukunft hinterfragen. Selbst ohne eine Prognose über die zukünftige Entwicklung der Kapitalmarktzinsen treffen zu wollen, ist offenkundig, dass die Renditen der Vergangenheit vor dem Hintergrund des aktuellen Zinsniveaus nicht mehr erzielbar sind. Auf Sicht der nächsten fünf bis zehn Jahre werden Anleger mit Anleihen hoher Bonität voraussichtlich kein Geld verdienen können.

Der Aktienmarkt kann Anlegern mehr Rendite bieten, jedoch muss hierbei das höhere Risiko von Aktien berücksichtigt und in Einklang mit der Risikotoleranz und der Risikotragfähigkeit des Anlegers gebracht werden. Dividenden aus Aktien als die neuen Zinsen zu bezeichnen, greift zu kurz und vernachlässigt die Risiken auch scheinbar defensiver Aktien.

Ein vermeintlich sicheres Portfolio aus Anleihen bonitätsstarker Emittenten und Aktien defensiver,

stabiler Unternehmen stellt derzeit ein repräsentatives Portfolio vieler Anleger dar. Mit einem solchen Portfolio sind Anleger im aktuellen Marktumfeld jedoch nicht sinnvoll diversifiziert, da sie sowohl im defensiven Bereich als auch im offensiven Bereich ihres Portfolios in zinsensitiven Bausteinen investiert sind. Damit tragen Anleger das Risiko, dass beide Bausteine im Falle eines nachhaltigen Zinsanstiegs an Wert verlieren. Insofern sind sie mit ihrem Gesamtportfolio – häufig unwissentlich – auf ein Szenario ausgerichtet: eine Welt, in der die Kapitalmarktzinsen dauerhaft niedrig bleiben. Es kann niemand sagen, ob dieses Szenario weiter Bestand haben wird.

Erste Anzeichen, dass sich das Szenario ändern kann, lassen sich in den letzten Wochen bereits am Markt erkennen. Die Erwartung regional anziehender Inflationsszahlen, ein Umdenken der Zentralbanken in Hinblick auf die Wirkung negativer Zinsen und die Befürchtungen der Marktteilnehmer hinsichtlich einer weniger expansiven Notenbankpolitik führten zu einer beginnenden Neubewertung der Risiken durch die Marktteilnehmer. Nicht zuletzt tragen hierzu die geänderte Politik der japanischen Notenbank, die Spekulationen über eine Reduzierung der Anleihekäufe der europäischen Zentralbank und die zunehmend erwarteten Zinserhöhungen der Fed in den USA bei.

Seit dem Spätsommer sind tendenziell ansteigende Kapitalmarktzinsen sowie entsprechend fallende Anleihekurse am Markt zu verzeichnen und auch vermeintlich defensive Aktienportfolios geraten unter Druck. Diese Entwicklung wurde durch das Ergebnis der Präsidentschaftswahlen in den USA weiter verstärkt. So stieg die deutsche Umlaufrendite von ihrem Tief am 6. Juli 2016 bei -0,29 % innerhalb weniger Monate auf 0,01 % per 30. November 2016 an, was zu einem Wertrückgang des REX Performanceindex in Höhe von 1,4 % führte. Auch europäische Unternehmensanleihen, deren Rendite gemessen am BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index vom Tief

Risiken klassischer Portfolios nehmen zu

Viele Anleger sind derzeit in Anleihen und vermeintlich defensive Aktien investiert. Das vom Niedrigzins getriebene Bewertungsniveau dieser Aktien sorgt aber dafür, dass beide Portfoliobestandteile zinssensitiv sind. Die Portfolios sind dadurch einseitig auf ein Szenario dauerhaft niedriger Zinsen ausgerichtet. Bei einem nachhaltigen Anstieg der Kapitalmarktzinsen ist mit gleichzeitigen Wertverlusten beider Bausteine zu rechnen. Die Entwicklung der letzten Monate zeigt bereits, dass klassische Portfolios in diesem Falle keine sinnvolle Diversifikation bieten.

am 7. September 2016 von 0,63 % auf 1,00 % per 30. November 2016 stieg, mussten einen Wertrückgang von 2,2 % hinnehmen. Im Aktienbereich musste ein vermeintlich defensives Aktienportfolio gemessen am Stoxx+ Global 1800 Minimum Variance Index vom Hoch am 22. Juli 2016 einen zwischenzeitlichen Wertrückgang von 6,9 % hinnehmen. Per 30. November 2016 liegt ein solches Portfolio noch unter dem früheren Höchststand, während der breite Aktienmarkt in diesem Zeitraum per Saldo 4,6 % an Wert gewinnen konnte.

Mit breiter Streuung auf viele Szenarien vorbereitet

Mit klassischen rentenorientierten Strategien wird es immer schwieriger, überhaupt noch eine positive Rendite zu erzielen. Für den klassischen defensiven Anteil eines breit gestreuten Portfolios erscheinen im aktuellen Niedrigzinsumfeld lediglich ausgewählte flexible Ansätze im Anleihenbereich beziehungsweise einzelne fokussiert agierende Fondsmanager mit besonderer Expertise attraktiv. Der offensive Portfoliobestandteil kann in Abhängigkeit des Risiko-Profiles über den Aktienbereich mit ausgewiesenen Alpha-Managern abgedeckt werden. Dabei sollte jedoch beachtet werden, dass vermeintlich defensive Qualitätsaktien in einem Szenario ansteigender Kapitalmarktzinsen aufgrund der hohen Korrelation zum Anleihebereich in Einklang mit Anleihen verlieren könnten. Neben defensiven und offensiven Portfoliobestandteilen sollten auch Absolute-Return-Strategien in einem Portfolio berücksichtigt werden.

Dies gilt insbesondere auch aktuell und damit nach einer Zeit, in der klassische Rentenstrategien aufgrund

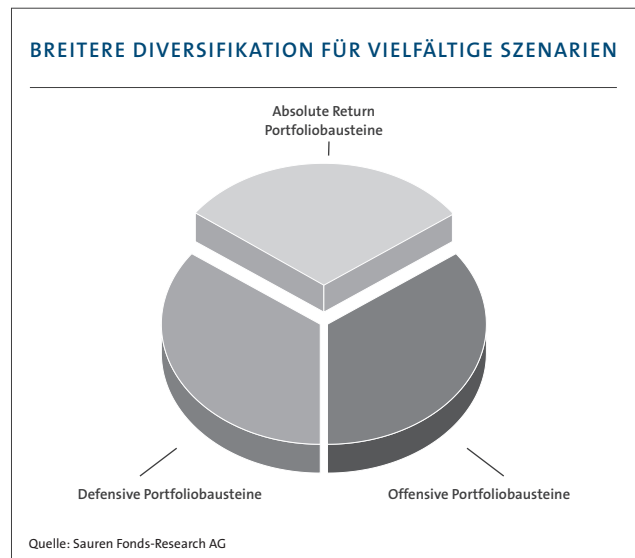
der rückläufigen Zinsentwicklung der Vergangenheit eine überzeugende Wertentwicklung vorweisen können. Gleichzeitig litten Absolute-Return-Strategien im Jahr 2016 unter einem sehr schwierigen Marktumfeld und mussten teils deutlichere Verluste hinnehmen. An der langfristigen Attraktivität von Absolute-Return-Strategien hat sich jedoch auch nach einem schwierigen Jahr und insbesondere vor dem Hintergrund einer sich zuspitzenden Zinsfalle nichts verändert.

Absolute-Return-Fonds stellen eine attraktive Ergänzung zu flexiblen Rentenfonds sowie eine interessante Bereicherung für Portfolios dar. Sorgfältig ausgewählte und von erfahrenen Alpha-Managern verwaltete Absolute-Return-Strategien können zur breiteren Diversifikation des Gesamtportfolios beitragen. Wenngleich auch bei Absolute-Return-Strategien schwierige Marktphasen wie im Jahr 2016 auftreten können, stellen sie langfristig eine sinnvolle Ergänzung für fast jedes Portfolio dar.

Fazit

Renteninvestments haben in dem zurückliegenden Zeitraum von über drei Jahrzehnten deutlich von dem höheren Zinsniveau sowie von dem allgemeinen nachhaltigen Zinsrückgang profitiert. Wenngleich eine Prognose der zukünftigen Entwicklung kaum möglich ist, wird sich die Entwicklung der Vergangenheit nicht fortschreiben lassen. Dies wird alleine aufgrund der nun erreichten Ausgangsbasis deutlich, die nicht mit früheren Zeiten vergleichbar ist. Ausgehend von dem derzeitigen, historisch niedrigen Kapitalmarktzinsniveau werden Anleger auf Sicht der nächsten Jahre und nach Abzug der Kosten voraussichtlich kein Geld im Anleihebereich verdienen.

Die Zentralbankpolitik der letzten Jahre hat den Rückgang der Kapitalmarktzinsen weiter verstärkt und zu teils irrationalen Entwicklungen geführt, welche sich auch in einigen Segmenten des Aktienmarkts widerspiegeln. Erste Anzeichen für ein von den Marktteilnehmern erwartetes Umdenken in der Notenbankpolitik lassen sich seit dem Spätsommer in der Marktentwicklung erkennen. In diesem Umfeld kamen Anleihen aber auch vermeintlich defensive Aktien unter Druck und damit viele einseitig in diesen Bereichen investierte Portfolios, die auf eine Fortsetzung des Szenarios weiterhin niedriger Kapitalmarktzinsen ausgerichtet waren. Aufgrund der Abhängigkeit von weiterhin niedrigen Zinsen beider Portfoliobereiche, der Anleihen aber auch der defensiven Aktien, boten die Gesamtportfolios keine sinnvolle Diversifikation in einem Szenario ansteigender Kapitalmarktzinsen.



Anleger sollten ihr Portfolio auf mehr als ein potenzielles, zukünftiges Marktumfeld ausrichten und entsprechend eine breite Streuung für unterschiedliche Szenarien anstreben. Um dieses Ziel zu erreichen, sollte ein breit aufgestelltes, sinnvoll diversifiziertes Portfolio über eine Vielzahl von Managern mit unterschiedlichen Strategien gestreut sein. In einem solchen Portfolio nehmen neben den traditionell defensiven und offensiven Portfoliobestandteilen auch Absolute-Return-Strategien einen festen Platz ein. Wenngleich das Marktumfeld im Jahr 2016 Absolute-Return-Strategien vor enorme Herausforderungen gestellt hat, haben die Argumente für die Berücksichtigung von Absolute-Return-Strategien weiterhin Bestand und gewinnen vor dem Hintergrund einer sich zuspitzenden Zinsfalle weiter an Bedeutung.

Die Sauren-Gruppe ist der führende unabhängige Spezialist für qualitative Fondsanalysen, bei denen die Fondsmanager und ihre persönlichen Fähigkeiten im Mittelpunkt stehen. Hinter dieser einzigartigen personenbezogenen Investmentphilosophie steht heute einer der erfolgreichsten Dachfonds-Manager Europas – mit einem Dachfondsangebot, das alle wichtigen Segmente abdeckt.

Diese Information dient der Produktwerbung.

Diese Information stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf von Investmentfondsanteilen dar. Hinweise zu Chancen und Risiken entnehmen Sie bitte dem aktuellen Verkaufsprospekt. Verbindliche Grundlage für den Kauf eines Fonds sind die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID), der jeweils gültige Verkaufsprospekt mit den Vertragsbedingungen bzw. dem Verwaltungsreglement/der Satzung, der zuletzt veröffentlichte und geprüfte Jahresbericht und der letzte veröffentlichte ungeprüfte Halbjahresbericht, die in deutscher Sprache kostenlos bei der Sauren Fonds-Service AG, Postfach 10 28 54 in 50468 Köln (siehe auch www.sauren.de), erhältlich sind.

Quellen der in dieser Broschüre enthaltenen Informationen: Bloomberg, Bank of America Merrill Lynch, Deutsche Bundesbank, BlackRock, Sauren Fonds-Research AG

Stand: 6. Dezember 2016