



Die Probleme der Niedrigzinsphase sind nicht neu –  
aber sie werden immer drängender

## NIEDRIGE ZINSEN SIND EIN PROBLEM – ABER KEIN UNLÖSBARES

**Thomas Altmann, Leiter Portfoliomanagement, QC Partners**

2014 hat die Europäische Zentralbank ihren Einlagensatz erstmals in ihrer Geschichte unter die Null-Linie gesenkt – seitdem notieren die Renditen zweijähriger Bundesanleihen ebenfalls im negativen Terrain. Ihren Minuswert erreichten sie 2017 bei -0,96%. Bei 5- und 10-jährigen Anleihen erreichten die Renditen im Jahr 2016 Tiefstwerte von -0,64% bzw. -0,21%. Selbst 15-jährige Bundesanleihen wurden temporär mit negativen Renditen gehandelt. Seitdem stiegen die Renditen zumindest etwas an: 5-jährige Bundesobligationen wurden im Februar dieses Jahres in der Spitze mit einer Rendite von 0,15% gehandelt, 10-jährige Bundesanleihen mit einer Rendite von 0,81%.

Und hier zeigt sich schon das ganze Dilemma: Von auskömmlichen Renditen für institutionelle Anleger kann nach wie vor keine Rede sein. Gleichzeitig führte der erste zaghafte

Renditeanstieg aber zu nicht unerheblichen Verlusten bei bestehenden Rentenpositionen. Betrachten wir hier exemplarisch den eb.rexx German Government Bonds 5.5-10.5 Performance Index, der mit seiner Laufzeitmischung als gutes Proxy für ein institutionelles Rentenportfolio verstanden werden darf. Von August 2017 bis Februar 2018 summierte sich das Minus auf 3,5%. Im aktuellen Umfeld ist dies ein Drawdown von 10 Jahresrenditen!



Ein Blick in die Historie sieht nicht besser aus. Seit Anfang 2015 konnten Anleger mit diesem Index oder einem vergleichbaren Anleihen-Portfolio kein Geld mehr verdienen. Bei kürzeren Laufzeiten ist das Ergebnis noch verheerender: Beim eb.rexx German Government Bonds 1.5-2.5 Performance Index beträgt die ertraglose Durststrecke mittlerweile mehr als sechs Jahre, beim eb.rexx Money Market Total Return Index bereits knapp neun Jahre.

*Thomas Altmann*

Und Besserung ist nicht in Sicht. Denn das, was bis ins Jahr 2016 geklappt hat, funktioniert nun nicht mehr. Bis zum Jahr 2016 haben die Kursgewinne aus immer weiter sinkenden Zinsen die Verluste aus den negativen Renditen häufig nicht nur ausgeglichen, sondern sogar überkompensiert. Wer also, so wie es der eb.rexx German Government Bonds 1.5-2.5 Performance Index vorschlägt, Anleihen mit 2,5-jähriger Restlaufzeit gekauft hat und diese 12 Monate später verkauft hat, konnte bis 2016 Gewinne mit seinem kurzlaufenden Rentenportfolio erzielen.

Wagen wir ein kurzes Gedanken-spiel und unterstellen, diese Strategie würde auch in Zukunft funktionieren. Ende 2017 lag die Rendite 2,5-jähriger Bundespapiere bei -0,60%. Um dies zu kompensieren, müsste das Anleiheportfolio innerhalb der kommenden 12 Monate einen Kursgewinn von genau diesen 0,60% erzielen, gleichbedeu-

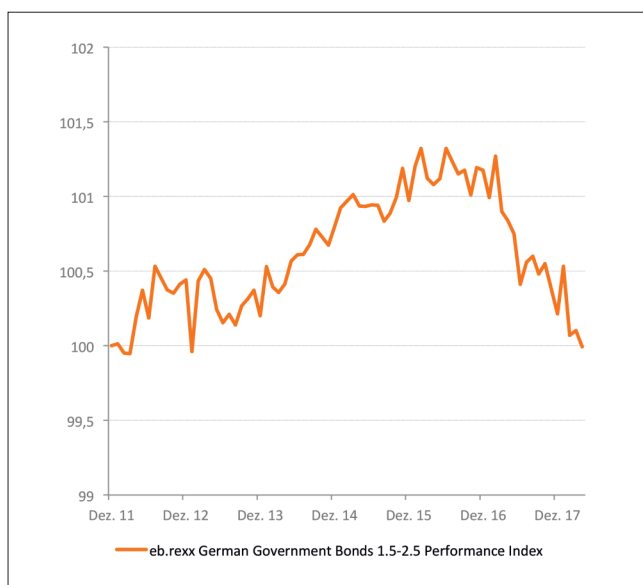


Abb. 1: eb.rexx German Government Bonds; Zeitraum 30.12.2001 – 30.04.2018.

Quelle: Bloomberg

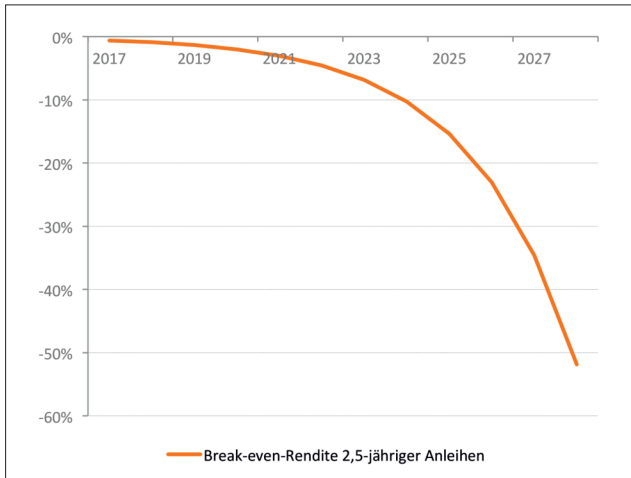


Abb. 2: Break-Even-Rendite 2,5-jähriger Anleihen; Zeitraum 30.12.2017 – 30.12.2028. Quelle: eigene Berechnungen

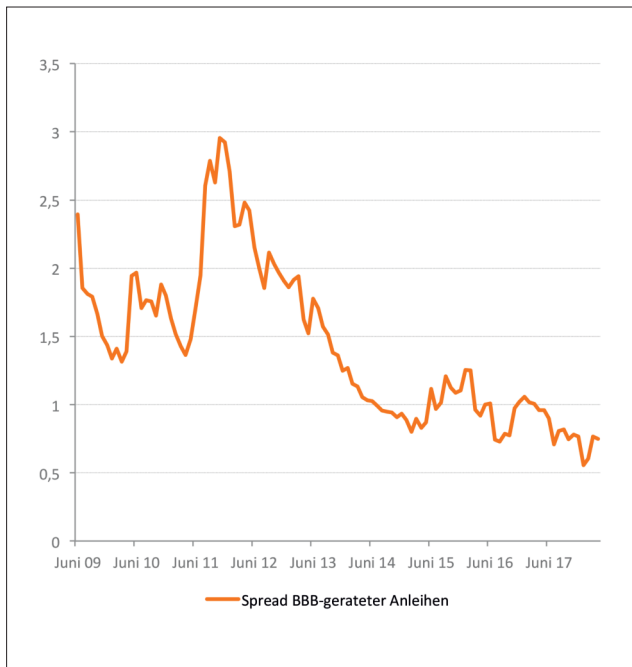


Abb. 3: Spread 5-jähriger Anleihen mit BBB-Rating zu Staatsanleihen; Zeitraum 30.06.2009 – 30.04.2018. Quelle: Bloomberg

tend mit einem Zinsrückgang um weitere 0,30%. Die Rendite 2,5-jähriger Anleihen würde Ende 2018 also -0,90% betragen; dies wäre gleichzeitig der Ausgangswert für das kommende Jahr. 2019 müsste die Rendite dann um weitere 0,45% auf -1,35% fallen, um mit dem Kursgewinn die negative laufende Verzinsung ausgleichen zu können. Ende 2023 steht diese rechnerische Break-Even-Rendite bereits bei -6,83%; Ende 2028 bei endgültig unmöglichen -51,90%.

Weiter fallende Zinsen sind also keine Lösung. Doch im Szenario steigender Zinsen sehen Rentenportfolios nicht viel besser aus. Der oben betrachtete eb.rexx German Government Bonds 5.5-10.5 Performance Index verfügt aktuell über eine Duration von 7,4 Jahren. Ein Zinsanstieg um nur 1% auf eine neue Indexrendite von 1,35% hätte also einen Kursverlust von 7,4% oder 20 aktuellen Jahresrenditen zur Folge. Bereits bei einem Kursanstieg von 1,5% wäre der Kursverlust zweistellig.

Das Chance-Risiko-Profil von Rentenanlagen ist also sehr asymmetrisch geworden: Geringe Chancen stehen hohe Risiken gegenüber.

### Versuchter Ausweg 1: Spreads

Immer häufiger wird in Rentenportfolios versucht, die laufende Verzinsung über Spreads, sprich über die

Beimischung schlechterer Bonitäten, zu erhöhen. Bis Anfang dieses Jahres ging diese Strategie auch perfekt auf. Die Spreads von BBB-garantierten Anleihen mit 5-jähriger Laufzeit sind in den vergangenen Jahren regelrecht kollabiert. Ein Spread-Rückgang ist in einer Kombination aus positiver wirtschaftlicher Entwicklung und deutlich erhöhter Nachfrage im Niedrigzinsumfeld mit Sicherheit keine Überraschung. Ein Spread-Rückgang von 3% auf 0,5% verdient jedoch mehr als ein Ausrufezeichen.

Seit Jahresanfang stagnieren die Spreads. Eine weitere Einengung ist kaum vorstellbar bzw. auch kaum noch möglich. Im besten Fall kann perspektivisch der aktuell niedrige Spread als zukünftige Zusatz-Rendite vereinnahmt werden. Im schlechteren Fall gilt, analog zu Zinsanstiegen:  $\text{Portfolioduration} \times \text{Spreadausweitung} = \text{Kursverlust}$ . Sollten sich die Spreads parallel zu den Zinsen erhöhen, träten beide Verluste simultan auf.

### Versuchter Ausweg 2: Aktien

Eine zweite (immer häufiger gewählte) Alternative lautet: Raus aus Renten und rein in Aktien. Das Motto: Dividenden sind der neue Zins.

Zum einen scheitert ein Teil der Anleger bei dieser Variante schon an rechtlichen Vorgaben. Zum anderen wiederholt sich hier das eben bei den Spreads beschriebene Problem: Auch Aktien haben sich in den vergangenen Jahren exzellent entwickelt. Und trotz eines deutlichen Gewinnwachstums bei den Unternehmen sind die Kurse einiger Indizes noch schneller geklettert, so dass sich die Kurs-Gewinn-Verhältnisse ausgeweitet haben. Seit dem laufenden Jahr machen sich die hohen Bewertungen bereits in deutlich erhöhten Schwankungen bei ausbleibenden Kursgewinnen bemerkbar. Wer hier als Long-only Investor Geld verdienen will, braucht also wieder deutlich stärkere Nerven – und entsprechende Risikobudgets.

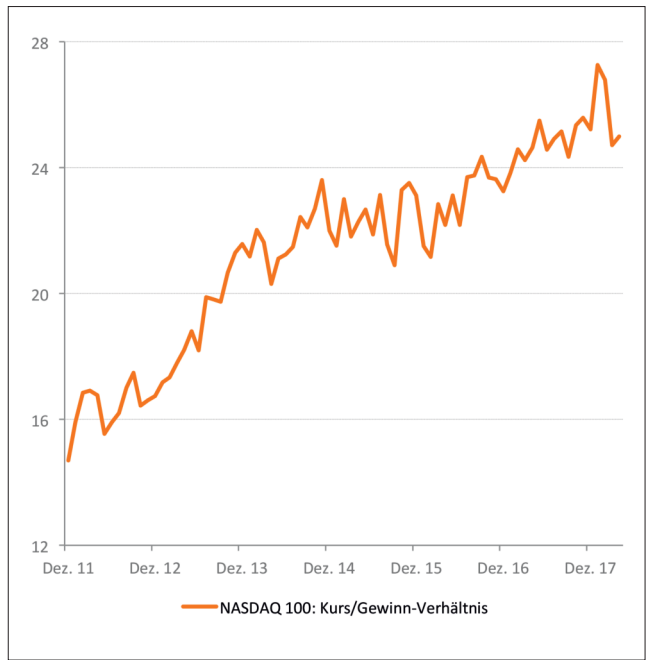


Abb. 4: Kurs/Gewinn-Verhältnis NASDAQ 100; Zeitraum 30.12.2011 – 30.04.2018.

Quelle: Bloomberg

**Lösungsvorschlag: Overlay - Vorgehen**

Die beiden Varianten „raus aus den bekannten und altbewährten Anleihen“ und „rein in neue und zugleich risikoreichere Anlagen mit zuletzt exzellenter Performance“ versprechen vor allem eines: zunehmendes Risiko für das Portfolio. Dabei geht es bei der Suche nach einer Lösung viel mehr darum, die perspektivisch zu erzielende Rendite zu erhöhen, ohne dabei zu stark an der Risikoschraube drehen zu müssen.

Dabei müssen die Anleihen, die in aller Regel ja die Basis jedes institutionellen Portfolios bilden, nicht zwingend ersetzt werden. Vielmehr können diese durch ein Overlay mit einer zweiten Renditequelle kombiniert werden. Besonders ideal funktioniert diese Kombination dann, wenn zwischen dem bestehenden Rentenportfolio und dem Overlay keine Korrelation besteht. Eine langfristig negative Korrelation ist allerdings entgegen vieler Marktmeinungen nicht zielführend. Denn das Overlay soll ja zu jedem Zeitpunkt und in jeder Marktphase zusätzliche positive Performancebeiträge generieren – eben nicht nur dann, wenn Rentenanlagen verlieren oder stagnieren, sondern auch dann, wenn Renten gewinnen.

Die höchsten Chancen auf eine neutrale Korrelation erhalten Investoren immer dann, wenn sich der Overlay-Manager in einer anderen Assetklasse bedient. Diese Kombination minimiert auch das Risiko, dass die im Ursprungportfolio vorhandenen Drawdown-Risiken durch das Overlay potenziert werden könnten.

Die RiskProtect-Strategie, die wir in der Mehrzahl der von uns betreuten Mandate als Overlay anwenden, bedient sich hier im Bereich der Aktienindex-Optionen. Ziel ist eine kontinuierliche Vereinnahmung von Optionsprämien, die durch aktives Management auch in herausfordernden Marktphasen im Portfolio behalten werden sollen.

Zu diesem Zweck werden regelmäßig Optionen auf Aktienindizes weltweit verkauft. Durch den internationalen Ansatz werden die Risiken im Portfolio deutlich reduziert. Besonders interessant ist hier, wie gering beispielsweise die Korrelation zwischen Aktienindizes aus Japan und Hong Kong ist, obwohl beide auf dem gleichen Kontinent beheimatet sind. Das ist bereits die erste Stufe des Risikomanagements.

Die zweite – ebenfalls bereits im System implementierte – Stufe des Risikomanagements ist die Wahl der Basispreise. Diese liegen mindestens 15% aus-dem-Geld, d.h. unter dem jeweiligen Indexstand. Bei etwas längeren Laufzeiten kann dieser Sicherheitspuffer durchaus auch mal bei 30% oder noch mehr liegen. Die durchschnittliche Laufzeit der Optionen ist vom jeweiligen Markt- und Volatilitätsumfeld anhängig und kann zwischen einem und etwa vier Monaten schwanken. Durch diese defensive Wahl der Basispreise werden die Optionspreise und damit die perspektivisch zu erzielende Portfoliorendite

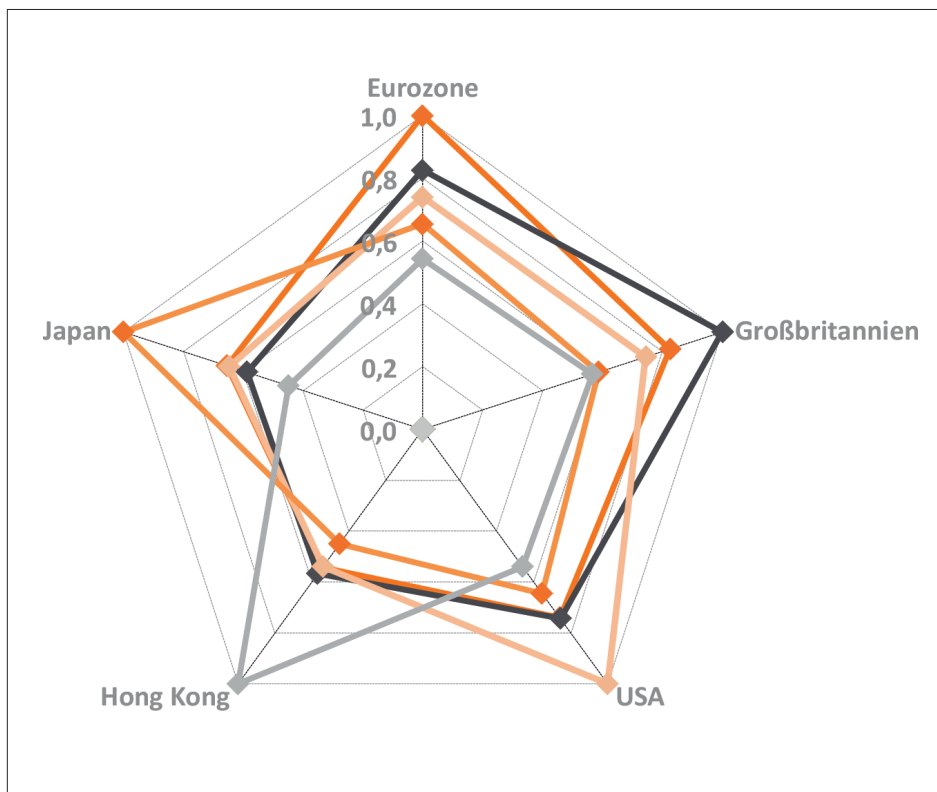


Abb. 5: durchschnittliche 1-Monats-Korrelation; Zeitraum 30.12.2008 – 30.04.2018.

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen

zu einem großen Teil von der Volatilität bestimmt und deutlich weniger von der Entwicklung der Aktienmärkte.

Sollten diese passiven Stufen des Risikomanagements nicht ausreichen, kommt in der nächsten Stufe das aktive Risikomanagement zum Einsatz. In dieser Stufe werden bestehende Optionen zwingend vor ihrer Fälligkeit zurückgekauft – und zwar lange bevor sie ins-Geld oder auch nur in die Nähe ihrer Basispreise laufen. Durch dieses frühe Eingreifen ist es in den meisten Fällen möglich, bestehende Positionen frühzeitig in defensivere Optionen zu rollen und die Optionsprämien so im Portfolio zu behalten. Aufgrund dieses defensiven Vorgehens mussten beispielsweise sowohl während der Börsenturbulenzen Anfang 2016 als auch Anfang 2018 keine Prämien zum Glattstellen von Positionen aufgewendet werden. Im Gegenteil: gerade in diesen Marktphasen konnten besonders hohe und attraktive zusätzliche Optionsprämien verdient werden.

**Lösungsvorschlag: Overlay - Ergebnis**

Wie verhält sich ein bestehendes Rentenportfolio nun in Verbindung mit dem skizzierten RiskProtect-Overlay? Als Ersatz für ein Rentenportfolio verwenden wir wieder den eb.rexx 5.5-10.5 German Government Bond Index.

Betrachten wir in einem ersten Schritt eine längere Marktphase ab Anfang 2009.

	Rentenportfolio	RiskProtect Overlay	Kombination
Rendite p.a.	4,16%	4,65%	9,03%
Volatilität annualisiert	4,56%	3,84%	5,29%
Sharpe Ratio	0,91	1,21	1,71
Korrelation		-0,22	

Abb. 6: Analyse eb.rexx German Government Bonds 5.5-10.5 Performance Index und RiskProtect Overlay; Zeitraum 30.12.2008 – 30.04.2018. Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen

Durch die Ergänzung des RiskProtect-Overlays wird die Rendite im Betrachtungszeitraum mehr als verdoppelt, während das Risiko in Form der annualisierten Volatilität nur marginal ansteigt. Der Grund hierfür liegt sowohl in der niedrigen Korrelation als auch in der sehr niedrigen Volatilität des Overlays.

Fokussieren wir uns in einem zweiten Schritt ausschließlich auf den Zeitraum ab dem Jahr 2015, in dem die Renditen staatlicher Anleihen bereits extrem niedrig waren.

	Rentenportfolio	RiskProtect Overlay	Kombination
Rendite p.a.	0,90%	3,57%	4,50%
Volatilität annualisiert	3,63%	3,39%	5,04%
Sharpe Ratio	0,25	1,05	0,89
Korrelation		0,03	

Abb. 7: Analyse eb.rexx German Government Bonds 5.5-10.5 Performance Index und RiskProtect Overlay; Zeitraum 30.12.2014 – 30.04.2018. Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen

In dieser Phase generiert das Overlay etwa 75% der Gesamtrendite des Kombinationsportfolios. Durch die Kombination kann auch in dieser Phase, in der Rentenanlagen kaum Erträge abwerfen, ein mehr als ordentliches Gesamtergebnis erzielt werden. Die Portfoliovola-

tilität wird durch die Beimischung des RiskProtect-Overlays lediglich um etwa 1% erhöht. Die Korrelation zwischen Renten- und Overlay-Teil liegt hier fast exakt auf dem wünschenswerten Wert von 0,00.

Die untenstehende Grafik verdeutlicht dieses Ergebnis und zeigt zudem die Konstanz des RiskProtect-Overlays. Im Betrachtungszeitraum ab 2009 waren 82% aller Monatsergebnisse positiv, seit Anfang 2015 waren es 85%.

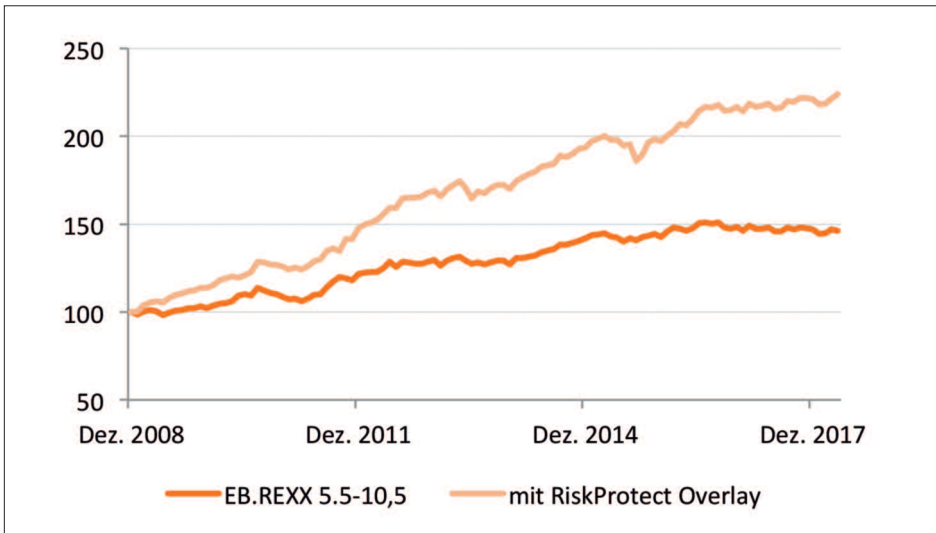


Abb. 8: Analyse eb.rexx German Government Bonds 5.5-10.5 Performance Index und RiskProtect Overlay; Zeitraum 30.12.2008 – 30.04.2018. Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen

### Fazit

Niedrige Zinsen sind und bleiben ein Problem, insbesondere für institutionelle Portfolios. Aber sie sind kein unlösbares Problem. Es ist an der Zeit, der Herausforderung Niedrigzinsumfeld mit neuen Strategien jenseits der ausgetrampelten Pfade zu begegnen. Ein Options-Overlay wie die hier skizzierte RiskProtect-Strategie geht eben diesen Weg. Im Gegensatz zu klassischen Long-only Konzepten wird Volatilität hier nicht als lästige Schwankung und Risiko, sondern als Chance und zusätzliche Renditequelle begriffen. Insofern kann ein Options-Overlay beides simultan bieten: Eine Maximierung des Portfolio-Ertrages bei einer gleichzeitigen Stabilisierung des Portfolios.