

Die Stunde der Allwetter-Anlage

Steigende Volatilitäten und in Amerika erneut sinkende Zinsen machen ein Engagement an den Kapitalmärkten zu einer Herausforderung für Anleger. Deshalb sind Investments gefragt, die für jedes Börsen-Wetter geeignet sind.

Autoren: Marion Gridl, CFA; Manfred Gridl, CFA

Der Rat der EZB beschloss auf seiner Sitzung Anfang September erneut eine Reihe geldpolitischer Lockerungsmaßnahmen. Insbesondere wurden der Einlagenzinssatz – aktuell der Strafzins, den Finanzinstitute für über Nacht geparktes Geld bei der EZB bezahlen müssen – um zehn Basis-Punkte auf -0,5 Prozent gesenkt, und zusätzlich wird ab 1. November ein zeitlich unbefristetes Anleihekaufprogramm über monatlich 20 Milliarden Euro aufgelegt. Nachdem die EZB bereits seit einigen Monaten die Märkte auf ein neues Maßnahmenpaket vorbereitet hatte, kamen diese Ankündigungen wenig überraschend – vorausgesetzt, man war das letzte Jahr nicht auf einer einsamen Insel oder anderweitig abgeschnitten von Finanznachrichten!

Rückblick: Nach Jahren von Null- und Negativ-Zinsen und Anleihekaufprogrammen von in der Summe mehr als 2,6 Billionen Euro bereitete die EZB die Kapitalmärkte in 2018 Schritt für Schritt darauf vor, dass man diese Unterstützungsmaßnahmen langsam beenden würde. Auf der Sitzung des EZB-Rats im September 2018 wurde beschlossen, die Anleihekaufprogramme bis Jahresende auslaufen zu lassen. Gleichzeitig gab man bekannt, dass nach dem Sommer 2019 (und gemeint war der September) der Einlagenzinssatz erhöht (!) werden sollte. Dies geschah nicht zuletzt vor dem Hintergrund, dass zum einen die US-Notenbank FED bereits seit Ende 2015 die Leitzinsen in mehreren Schritten erhöht und ihre Anleihekaufprogramme beendet hatte. Zum anderen ging die EZB davon aus, dass die Konjunktur in der Eurozone an Fahrt gewinnen würde und weitere unterstützende Maßnahmen nicht mehr notwendig wären. Selbst zum Jahresanfang 2019 vertrat die EZB noch diese Linie!

Der Grund für diese 180-Grad-Wende liegt zunächst in der Eintrübung der globalen Konjunktur und den immer geringeren Wachstumsaussichten für die beiden nächsten Jahre. Auch die FED hat eine ähnliche Kehrtwende vollzogen: Nachdem im Dezember 2018 noch argumentiert wurde, dass der Zinserhöhungszyklus auf „Autopilot“ sei, was vier Zinserhöhungen zu je 0,25 % für 2019 bedeutete, wurden seit dem Sommer die US-Leitzinsen zwei Mal um jeweils 0,25 % gesenkt. Weitere Zinssenkungen werden erwartet. Diese monetäre Lockerung

der FED wurde bereits seit Monaten vehement von US-Präsident Donald Trump eingefordert. Vor dem Hintergrund eines jährlichen Haushaltsdefizits von etwa einer Billion US-Dollar (= 1.000 Milliarden US-Dollar) und einem gesamten Staatsdefizit von über 22 Billionen US-Dollar wurden im Jahr 2018 die steigenden Zinsen über die gesamte Zinsstrukturkurve immer mehr zu einer Belastung für den US-Haushalt. Man geht nun davon aus, dass trotz höherer geschätzter Haushaltsdefizite die Zinszahlungen für den Zeitraum 2019 bis 2029 insgesamt um 1,4 Billionen US-Dollar geringer sein werden im Vergleich zur Schätzung des letzten Jahres. Allein für das US-Wahljahr 2020 wird nun eine Reduzierung der Zinszahlungen von etwa 100 Milliarden US-Dollar erwartet. Daran kann man sehr anschaulich erkennen, welchen Einfluss bereits moderat steigende/fallende Zinsen auf die Haushaltssituation eines Staates ausüben können, wenn die Staatsverschuldung (zu) hoch ist.

Ein Paradebeispiel für diesen Wirkungszusammenhang bietet Italien: Mitte der 1990er Jahre, als die Lira die Landeswährung war und vom Euro noch nicht geredet wurde, lagen die Zinsen für zehnjährige italienische Staatsanleihen bei über 11 Prozent. Die Staatsverschuldung betrug damals 117 Prozent der Wirtschaftsleistung, und Italien musste für den Schuldendienst 11 Prozent der Wirtschaftsleistung aufbringen. Im Zuge der Euroankündigung und -einführung sanken die italienischen Zinsen deutlich und glichen sich an das Niveau der deutschen Zinsen an, was zu einer spürbaren Entlastung für den Staatshaushalt führte. Hinzu kam eine längere Phase wirtschaftlicher Prosperität, so dass sich die Staatsverschuldung im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung auf etwa 100 % reduzierte. Der Zinsaufwand betrug vor dem Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 nur noch gut 4 Prozent vom Bruttoinlandsprodukt (BIP). Seitdem ist die italienische Staatsverschuldung auf über 130 Prozent der Wirtschaftsleistung gestiegen, und eine Verbesserung ist nicht in Sicht. Trotzdem sinken die Ausgaben für Zinszahlungen insbesondere seit der Eurokrise 2011/2012 deutlich. Der Grund hierfür sind die drei magischen Worte „Whatever it takes“ des damaligen Chefs der Europäischen Zentralbank Mario Draghi. In seiner Rede vom 26. Juli 2012 versi- >

Der globale Schuldenberg ist nur tragbar, solange die Zinsen auf niedrigen Niveaus verharren. Genau aus diesem Grund vertreten wir seit Jahren die These: „Die Zinsen werden in Deutschland auf Sicht von wenigstens einer Generation sehr niedrig bleiben!“

Foto: Shutterstock

cherte Draghi den Finanzmärkten, alles erdenklich Mögliche zu tun, um den Euro zu retten und einen Staatsbankrott von Italien oder auch einem anderen Land der Eurozone zu verhindern. Inzwischen liegen die Zinsen für zehnjährige italienische Staatsanleihen bei unter 1 Prozent, und die Finanzierung der ausufernden Staatsschulden stellt kein großes Problem dar.

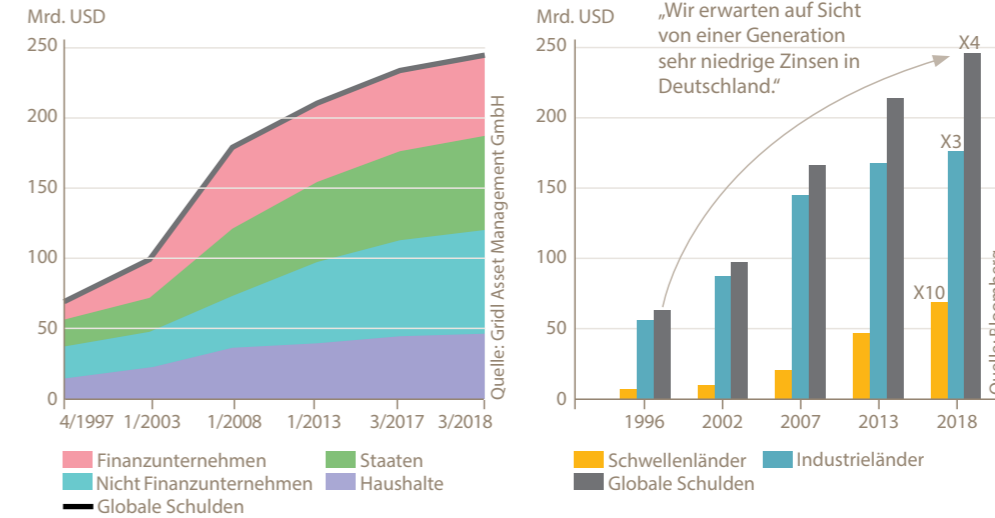
Der „Globale Schuldenberg“ ist das zentrale finanzpolitische Problem unserer Zeit! Gemäß der aktuellen Studie des Institute of International Finance (IIF) (Stand Q1 2019) beträgt dieser inzwischen eine Höhe von 246 Billionen US-Dollar und ist in den letzten gut 20 Jahren dramatisch angestiegen. Er verteilt sich auf die vier Sektoren Staaten, Haushalte, Nicht-Finanzunternehmen und Finanzunternehmen gleichermaßen. Lediglich die Finanzunternehmen haben im letzten Jahrzehnt ihren Schuldenstand nur unwesentlich vergrößert. Dafür sind aber die Schulden der Nicht-Finanzunternehmen überproportional gestiegen. Die Schwellenländer haben ihre Verschuldung seit Mitte der 1990er Jahre von aus heutiger Sicht moderaten 7 Billionen US-Dollar auf inzwischen 69 Billionen US-Dollar verzehnfacht, der globale Schuldenberg ist in dieser Zeit um den Faktor vier angestiegen.

Es gibt inzwischen zahlreiche Staaten, Haushalte und Unternehmen, welche hoch verschuldet sind und für die nachhaltig steigende Zinsen zu einem existenziellen Problem führen würden. Müssten für alle Schulden nur 1 % höhere Zinsen gezahlt werden, so würde der Mehraufwand 2.460 Milliarden US-Dollar betragen. Wenn die Zinsen aber wieder die Niveaus von vor der Globalen Finanz- und Wirtschaftskrise erreichen würden – damals waren beispielsweise die Zinsen in den USA bei etwa 5 Prozent und in Deutschland bei etwa 4 Prozent –, wären wohl zahlreiche Pleiten von Staaten, Unternehmen und Haushalten die Folge und damit verbunden eine langanhaltende globale Depression. Der globale Schuldenberg ist nur tragbar, solange die Zinsen auf niedrigen Niveaus verharren. Genau aus diesem Grund vertreten wir seit Jahren die These: „Die Zinsen werden in Deutschland auf Sicht von wenigstens einer Generation sehr niedrig bleiben!“ Deutschland ist eines der wenigen Länder, welches seit Jahren Haushaltsüberschüsse generiert. Die Staatsschulden sind sowohl absolut als auch in Relation zum BIP rückläufig. Die Zinsen für Bundesanleihen sind selbst für Laufzeiten von mehr als zehn Jahren negativ. Anleger können wohl auf lange Sicht nicht mit deutlichen Zinssteigerungen rechnen. Eine echte Zinswende in der Eurozone, aber auch global, wird auf Jahrzehnte hinaus nicht kommen! Dies hat signifikante Auswirkungen auf die erwarteten Renditen von Sparern, Pensionskassen und allen anderen Investoren in Anleihen. Für Anleger bedeutet dies, dass mit dem Kauf von „sicheren“ festverzinslichen Wertpapieren und einer klassischen „Buy and Hold“-Strategie auf Jahre hinaus kein Geld mehr zu verdienen sein wird. Schlimmer noch, oftmals werden die laufenden Kosten größer sein als der Ertrag. Ein Inflationsausgleich und damit ein Erhalt der Kaufkraft scheint hier für lange Zeit nicht mehr möglich. Wer sich damit nicht zufriedengeben möchte, wird voraussichtlich Anlagen in Aktien als eine Alternative in Betracht ziehen. Denn die vorherrschende Meinung ist weiterhin, dass mit dieser Anlageklasse zumindest mittel- und langfristig gute Renditen erwirtschaftet werden.

Allerdings ist es nicht gottgegeben, dass Aktien langfristig immer steigen. So hat beispielsweise der EuroStoxx 50 Index, welcher die wichtigsten 50 Aktien der Eurozone reflektiert, seit dem 31.12.1998, also über einen Zeitraum von knapp 21 Jahren, nur eine Rendite von 6 % erwirtschaftet (Stand 14.10.2019) – aber nicht jährlich, sondern insgesamt! Und bei dieser Betrachtung ist wohl gemerkt der steile Kursanstieg im Zuge der Internetblase 1999/Anfang 2000 inbegriffen. Fairerweise muss man dazu sagen, dass Aktienindizes mit Ausnahme des DAX in der Regel ohne Berücksichtigung von Dividenden berechnet werden. Aber selbst wenn man die Dividenden hinzunimmt, wäre man mit Kostolans Borsenweisheit nicht reich geworden. Denn der EuroStoxx 50 zahlte in dem Betrachtungszeitraum eine durchschnittliche Dividendenrendite von 3,8 Prozent p. a. Nach Steuern (ca. 1,0 %) und Kosten für Ankauf und Depotführung (ca. 0,3 %) blieben gerade noch 2,5 Prozent Rendite übrig. In Deutschland betrug die durchschnittliche Inflation während dieser Zeit allerdings auch 1,5 Prozent, sodass gerade mal ein jährlicher Kaufkraftgewinn von 1 Prozent übrig bleibt. Dafür mussten Anleger aber auch starke Nerven mitbringen, denn mehrfach kam es in dieser Zeit zu Kurseinbrüchen zwischen 20 und gut 60 Prozent.

Wer seine Aktienanlagen global breit diversifiziert und sich am MSCI Welt Index (in Euro) orientiert hätte, könnte sich zwar über etwas mehr Rendite (5,3 % p. a. inkl. Dividenden) freuen, wäre aber auch nicht reich geworden. Die Mehrrendite stammt insbesondere von US-Amerikanischen Aktien, welche sich seit der Eurokrise 2011 deutlich besser entwickelt haben als der EuroStoxx 50 Index. Aber auch bei einem Blick nach Japan können Anleger sehen, dass Aktien nicht immer steigen, Zinsen sehr lange sehr niedrig bleiben können und gleichzeitig die Staatsverschuldung immer weiter ansteigen kann: Der Aktienmarkt erreichte Ende 1989 bei knapp 39'000 Punkten im Nikkei 225 Index seinen historischen Höchststand und fiel bis Anfang 2009 auf gut 7.100 Punkte zurück. Inzwischen notiert der Index wieder bei über 20'000 Punkten, muss damit aber immer noch um etwa 75 Prozent steigen, um an das Allzeithoch von vor 30 Jahren heranzukommen. Die Zinsen für zehnjährige japanische Staatsanleihen sind von über 8 % Anfang der 90er Jahre auf inzwischen unter 0 % gefallen und rentieren seit 20 Jahren bei unter 2 %. Gleichzeitig ist die Staatsverschuldung in den letzten 30 Jahren von etwa 65 % im Verhältnis zum BIP auf 240 % gestiegen. Und dank der niedrigen Zinsen muss Japan aktuell keine 2 % seiner Wirtschaftsleistung für den Schuldendienst aufwenden. Dieser Wert lag 1990 noch bei über 4 Prozent. In Zeiten von nur noch moderatem Wirtschaftswachstum, hohen (Staats-)Schulden und einer alternden Bevölkerung wird es aus unserer Sicht immer schwieriger werden, attraktive Renditen am Kapitalmarkt zu erwirtschaften. Wir gehen davon aus, dass bis auf Weiteres eine aktive Asset Allokation für den langfristigen Anlageerfolg immer wichtiger werden wird. Weder ein statisches Portfolio, welches aus auf den ersten Blick „günstigen“ ETFs besteht, noch viele klassische Mischfonds, welche in der Vergangenheit oftmals sehr respektable Ergebnisse erzielen konnten, werden mittelfristig für ihre Anleger einen (Mehr-) Wert nach Kosten erwirtschaften können.

DIE ZINSEN WERDEN NIEDRIG BLEIBEN



Der globale Schuldenberg ist das Problem – seit 1996 Vervielfachung der Schulden.

Wert nach Kosten erwirtschaften können. Denn das Problem vieler Mischfonds besteht darin, dass sie mit einer Benchmark aus Aktien und Anleihen arbeiten und nur geringfügig von dieser „neutralen“ Allokation abweichen. Wenn aber Anleihen keine Renditen mehr abwerfen und starre Aktieninvestments nur leichte Gewinne erwirtschaften, werden sich die Erfolge der Vergangenheit kaum wiederholen lassen.

Wir bieten mit dem Gridl Global Macro UI Fonds eine „Allwettertaugliche Anlagestrategie“ an, welche zum Ziel hat, in stürmischen Zeiten das Kapital zu schützen und gleichzeitig in sonnigen Marktphasen von steigenden Märkten zu profitieren. Dabei hat der Fonds das Ziel, mittelfristig eine Mindestrendite von Euribor (3 Monate) +3,00 Prozent nach Kosten zu erwirtschaften. Weiterhin strebt der Fonds attraktive Ausschüttungen und eine geringe Abhängigkeit zur Wertentwicklung traditioneller Anlagekategorien an. Die angestrebte Zielvolatilität liegt während normaler Marktphasen zwischen 4 und 8 Prozent. Im Unterschied zu vielen Produkten im Markt greifen wir bewusst auf kein starres, vordefiniertes Volatilitätslimit zurück, da die Erfahrungen gezeigt haben, dass solche Konzepte in der Vergangenheit oftmals „handlungsunfähig“ waren, nachdem es zu ausgeprägten Korrekturen an den Finanzmärkten gekommen war. Gerade solche Situationen bieten aber oft gute mittel- und langfristige Einstiegschancen. In derartigen Marktphasen gilt es, zunächst Verluste zu vermeiden bzw. zu minimieren, mögliche Strukturbrüche zu erkennen, die Anlagen im Fonds den neuen Gegebenheiten anzupassen und anschließend in geordneten Schritten ein „Re-Risking“ vorzunehmen. Dabei kann die erwartete Volatilität auch während einer Übergangsphase über dem oberen internen Volatilitätslimit von 8 Prozent liegen.

Die Anlagestrategie des von uns beratenen Fonds basiert primär auf einem makroökonomischen Top-Down-Ansatz, der unser Weltbild widerspiegelt. Von diesen Analysen wird eine Taktische Asset Allokation (TAA) abgeleitet und definiert, mit

welchen Einzelanlagen sie umgesetzt wird. Um die Stabilität des Fonds jederzeit sicherzustellen, greifen wir auf ein integriertes Risikomanagement-Tool zurück. Die Analysen werden täglich, auf aktuellen Markt- und Fondsdaten basierend, aktualisiert. Die Auswertung der Risikokennzahlen erfolgt auf Portfolioebene für jede einzelne Position im Portfolio.

Wir als Unternehmeherepaar sind seit über 20 Jahren im In- und Ausland in der Vermögensverwaltung und im Fondsmanagement tätig und verfügen sowohl im Bereich der Asset Allokation als auch im Aktien- und Rentenbereich

über fundierte Kenntnisse. Die Erfahrungen der Telekom-, Medien- und Technologie-(TMT)-Blase Ende der 1990er/Anfang der 2000er Jahre und der Globalen Finanzkrise 2008/2009 haben insbesondere unser Bewusstsein für Kapitalerhalt geschärft. Gleichzeitig haben uns diese Erfahrungen aufgezeigt, wie elementar es ist, aktuelle Anlagemeinungen stets kritisch zu hinterfragen, Strukturbrüche als solche zu erkennen, diese in der Anlagephilosophie zu reflektieren und schlussendlich auch praktisch umzusetzen. Natürlich spielen auch aktuelle politische Konflikte wie die Handelsstreitigkeiten USA/China und USA/EU oder auch das Brexit-Drama eine Rolle. So haben wir beispielsweise in den beiden letzten Jahren komplett auf Anlagen in Großbritannien und in Britische Pfund verzichtet, da die Brexit-Diskussionen sehr emotional geführt wurden und diese Problematik analytisch nicht zu erfassen ist. Dafür haben wir aber immer wieder die Chancen genutzt, welche sich nach Korrekturen gerade an den Aktienmärkten in der Eurozone ergeben haben. Im Zuge unserer aktiven Asset Allokation variierte die Aktienquote bisher zwischen 4 und knapp 70 Prozent. //



MARION GRIDL
GESCHÄFTSFÜHRERIN GRIDL ASSET MANAGEMENT
Fondsberaterin des Gridl Global Macro UI Fonds. Die Autorin ist ausgewiesene Expertin im Renten-Fondsmanagement.



MANFRED GRIDL
GESCHÄFTSFÜHRER GRIDL ASSET MANAGEMENT
Der Autor hat über 20 Jahre Erfahrung im Asset Management mit Schwerpunkt auf Absolut-Return orientierten Anlagestrategien.