

# Ist die Portfolio-Diversifikation nutzlos? Anlagestrategien im Niedrigzinsumfeld



*Von Dr. Andreas Bickel, CEFA  
Chief Investment Officer / Partner  
Member of the Executive Board  
Sound Capital Ltd.*

Wir sind alle in der Zinsfalle gefangen. Pensionskassen haben begonnen, aufgrund von internationalen Rechnungslegungsnormen, angehende Pensionäre vermehrt mit Kapitalauszahlungen anstatt mit Renten zu bedienen. Plötzlich stellt sich für Otto Normalverbraucher die gleiche Problematik wie für die Profis: Wo kann ich mit überschaubaren Risiken mein Vermögen gewinnbringend anlegen?

## **Der Ursprung der Krise liegt in den 1970er Jahren**

Um es vorwegzunehmen: Es gibt keine einfachen Lösungen. Wir sitzen alle in der Zinsfalle. Die aktuelle Situation findet ihren Ursprung in den 1970er Jahren. Öl-Schock, hohe Inflation und sehr hohe nominale Renditen, gekoppelt mit Wachstumsproblemen, führten dazu, dass Paul Volcker, damaliger Fed-Chairman, die Inflation und indirekt die hohen Zinssätze zu bekämpfen begann. Seit 1982 haben sich die Notenbanksätze, wie auch die Renditen von Obli-

gationen, weltweit ständig zurückgebildet. Der vorläufige Höhepunkt aus Schweizer Sicht wurde erreicht, als die SNB das Zielband für den Dreimonatssatz CHF Libor auf  $-1,25$  bis  $-0,25\%$  gesetzt hat. Bis vor Kurzem waren die Verfallsrenditen aller ausstehenden Eidgenossen-Anleihen im negativen Bereich. Das geflügelte Wort «zinsloses Risiko» machte die Runde. Waren noch vor wenigen Jahren mehr als 50% der Pensionskassenguthaben in solchen Anleihen investiert, stellt sich nun das Problem, dass damit eine negative Rendite auf Verfall erzielt wird und die bisher erzielten Kursgewinne in der Zukunft nicht mehr anfallen werden. Doch vertiefen wir diese Problematik der Reihe nach.

## **Asset Allocation und realistische Renditeschätzungen**

Als Ausgangslage empfiehlt es sich, eine Auslegeordnung von aktuell erwarteter und erzielbarer Rendite, gepaart mit den einhergehenden Risiken, zu machen. Basierend darauf leitet man eine strategische Asset Allocation ab. Realistischerweise kann mit Staatsanleihen oder Obligationen mit sehr hohem Rating nur ein sehr bescheidener Ertrag erzielt werden. Die aktuelle Haltung vieler Investoren, Bonds wegen der Kursgewinne und Aktien wegen der Ausschüttung zu kaufen, halten wir für sehr gefährlich. Zudem ist die Bewertung der Aktienmärkte nicht mehr günstig, was die zukünftige Renditeerwartung schrumpfen lässt. Immobilien-Anlagen sind aufgrund der starken Nachfrage im Durchschnitt auch nicht mehr günstig, was wiederum auf die erzielbare Rendite drückt. Gold kann an und für sich nicht bewertet werden, da es keine Cashflows abwirft. Wir sehen allerdings vermehrt das Bedürfnis nach Absicherung der Vermögenswerte; dabei dürfte Gold auch in Zukunft eine aktive Rolle spielen. Hedge Funds erleben zurzeit eine turbulente Periode, die erzielten Resultate sind in der Mehrzahl sehr enttäuschend. Auch die sogenannte

Illiquiditäts-Prämie bei Investitionen in Private Equity und Private Real Estate scheint kleiner geworden zu sein, was wiederum die erzielbaren Erträge reduziert. Damit nicht genug: Bei der letzten kleinen Korrektur haben gleichzeitig Obligationen, Aktien und Gold nachgegeben. Ist daher die Diversifikation überflüssig, wie des Öfteren zu lesen ist? Wir glauben nicht.

## **Obligationen – renditeloses Risiko**

Im Obligationenbereich dürfte das einfache Nachbilden von Indizes immer mehr in Frage gestellt werden. Der Schweizer Bond-Index hat beispielsweise eine Duration von über 8 Jahren. Alle Beteiligten wissen, dass irgendwann die Zinsen wieder steigen werden und dadurch Versicherungen, AHV, Pensionskassen und andere Investoren, die am Index kleben, massive Verluste einfahren werden. Bei der letzten leichten Marktverwerfung ist beispielsweise der 10jährige US-Treasury um 30 Basispunkte angestiegen, was bei einer Duration von über 9 Jahren sofort zu einem Kursverlust von mehr als 2,5% geführt hat.

Es gibt in der Schweiz bereits Industrieunternehmen, die Neuemissionen mit negativer Rendite auf Verfall platzieren konnten. Dadurch entstehen jedoch Fehlanreize und es werden Investitionen getätigt, die bei einer normalen Zinslandschaft nicht rentabel wären. Dies soll aber hier nicht vertieft werden. Private Anleger investieren bereits seit Längerem in hochverzinsliche und Emerging-Market-Obligationen, sowohl in harten wie auch lokalen Währungen. Pensionskassen haben diese Anleiheklassen in den letzten Jahren entdeckt und schmerzhaft Bekanntheit mit der Volatilität von Obligationen in lokalen Währungen gemacht. Attraktive Alternativen hierzu sind leider nur bedingt vorhanden. Das Investieren im Marktsegment mit vermeintlich tieferem Risiko birgt seine Tücken. Wir empfehlen neben dem klassischen Bei-

mischen von Kurzläufers, eine Währungsabsicherung und vor allem eine Diversifikation über Anlagensegmente, Manager und Anlagestile. Beispielsweise kann ein Long/Short-Bond-Manager auf Schweizer Obligationen durchaus das Rendite/Risiko-Profil verbessern. Im High-Yield-Bereich kann nebst dem traditionellen «long only full» replizierenden Manager auch eine Investition in High-Yield-CDS in Betracht gezogen werden. Der CDS-Markt ist sehr liquide, was vom physischen High-Yield-Markt bei Stress nicht gesagt werden kann. Wir befürchten, dass bei der nächsten Krise im High-Yield-Markt ETFs in Bedrängnis kommen könnten, da sie schlicht und einfach keine Abnehmer für ihre Bonds finden werden. Das Schreckgespenst von Bond-ETFs mit Gates geistert in der Industrie herum.

Bei Emerging-Market-Obligationen in lokaler Währung sollte das Währungsrisiko beachtet werden. Im Vergleich zum US-Dollar erscheinen diese Bonds als attraktiv, da sie nicht nur eine höhere Rendite abwerfen, sondern einmal mehr auch mit Währungsgewinnen locken. Diese Sichtweise gilt nur für in Dollar denkende Investoren. Das Resultat in Euro oder Schweizerfranken kann gänzlich anders aussehen. Eine weitere Diversifikation in Katastrophen-Anleihen oder ILS kann die erzielbaren Erträge zusätzlich steigern und das Risiko reduzieren. Als erstes Fazit kann somit gefolgert werden, dass eine Diversifikation über Bond-Anlageklassen, Anlagestile, aber auch Manager einen Mehrertrag bei etwas reduziertem Risiko bringen kann.

### **Diversifikation im Aktienbereich**

Die Ausgangslage ist verzwickelt. Die entwickelten Märkte sind teuer, die erwartete Rendite ist zwar positiv, aber tiefer als die in der Vergangenheit erzielte und die Volatilität bleibt bestehen. Grundsätzlich macht das Beimischen von realen Werten wie Aktien, Immobilien und Gold bei der aktuellen Geldschwemme Sinn. Institutionelle Anleger wie auch vermögende Privatkunden investieren aber kaum je mehr als 50% in Aktien, teilweise liegt die Quote sogar unter 30%, was wiederum bedeutet, dass für

70% des investierbaren liquiden Vermögens ein Anlagenotstand besteht. Ein möglicher Lösungsansatz kann darin bestehen, dass unabhängig vom Benchmark in bewährte Teil-Strategien investiert wird. Dabei denken wir an Value-Aktien, die seit bald 10 Jahren ein Mauerblümchendasein fristen und klassische breite, marktkapitalisierte Indizes underperformten.

Ein weiterer vielversprechender Ansatz ist das Beimischen von Minimum-Volatilitäts-Strategien. Ein namhafter Asset-Manager hat beispielsweise berechnet, dass eine Pensionskasse rund 5 bis 10% mehr in Aktien investieren könnte, ohne das Volatilitäts-Risiko zu erhöhen. Selbstverständlich führt eine solche Strategie teilweise zu einer massiven Erhöhung des Tracking Errors. Da aber in der Pensionskassen-Welt nach wie vor das Minimieren vom Tracking Error, der relative Benchmark-Ansatz sowie die Umsetzung durch passives Investieren vorherrschen, dürfte diese sehr interessante Idee nur bedingt umgesetzt werden. Ein anderer erfolgreicher Asset-Manager empfiehlt, durch Beimischung von Emerging-Market-Aktien die Aktienrisiken teilweise zu «hedgen», da diese Aktienmärkte sehr günstig, die Wachstumsaussichten vielversprechend und die Korrelation zu entwickelten Märkten tief seien. Aber auch diese Idee wird es in der Praxis schwer haben, da wir nicht nur einen Home Bias, sondern auch einen Bias zu entwickelten Märkten und Large Caps haben. Also kann auch im Bereich Aktien gefolgert werden, dass sich eine Diversifikation in verschiedene Nischen auszahlen dürfte. Wobei beachtet werden muss, dass ein Aktienengagement immer mit möglichen kurzfristigen und grösseren potenziellen Marktverwerfungen einhergeht.

### **Diversifikation im alternativen Bereich**

Klassische Hedge Funds, respektive die noch vor wenigen Jahren viel gerühmten «Low Vola Fund of Hedge Funds», enttäuschen seit Jahren. Die erzielte Rendite fiel zum Teil sogar negativ aus. Vorbei sind die Zeiten, wo man 4 bis 6% Ertrag bei einer Volatilität von ebenfalls 4 bis 6% erwartete. Wobei auch hier

einige wenige Manager 2016 positive Erträge erzielten. Eine Diversifikation über Manager ist trotz der Gefahr der Über-Diversifikation aus Sicht des Praktikers zu bevorzugen.

Der theoretische Königsweg führt über die Abschöpfung der Illiquiditäts-Prämie. Private Equity, Private Real Estate oder Infrastruktur-Investments versprechen auch im aktuellen Umfeld eine theoretische Rendite von über 10% bei einer fast nicht wahrgenommenen Volatilität, da nur wenige Datenpunkte pro Jahr evaluiert werden. Der Schein ist aber trügerisch. Nicht alle Investments in diesem Bereich haben im Endeffekt die erwarteten Erträge (Multiples resp. IRR) abgeworfen. Der Zugang ist meistens exklusiv und führt in der Mehrheit der Fälle über Netzwerke. Eine Diversifikation ist ebenfalls hilfreich, setzt allerdings substanzielle Investitions-Beträge voraus, damit in dieser Anlageklasse breit diversifiziert werden kann.

### **Die Diversifikation lebt – aber sie bewirkt keine Wunder**

Aus diesen skizzierten möglichen Anlagestrategien kann gefolgert werden, dass durch eine Diversifikation in jeder Anlagekategorie ein positiver Effekt auf die Erträge und vor allem eine Reduktion der Risiken erzielt werden kann. Wunder dürfen allerdings keine erwartet werden. Eine weitere Herausforderung dürfte sein, zur tolerierten Volatilität eine passende strategische Vermögensaufteilung zu finden, da das klassische Risiko/Rendite-Profil zurzeit nicht mehr anwendbar ist.

Langfristig werden Investitionen in Sachwerte wie Gold und Immobilien sowie Aktienanlagen die Vermögenswerte am besten vor Wertzerfall schützen. Dabei glauben wir, dass Professor Siegel recht behalten wird: Der reale Ertrag wird mit Aktienengagements im liquiden Marktsegment am höchsten ausfallen. Zudem war bei einem Anlagehorizont von 30 Jahren historisch gesehen die Volatilität der realen US-Aktienmarktrenditen im Vergleich zur Volatilität von realen US-Bond>Returns tiefer. Aber wie Keynes schon sagte: «In the long run we are all dead.»

*bickel@sound-cap.com*  
*www.sound-cap.com*