



Foto Alex Erni, 2019: Langlebiger Baum (Symbol für ultra-langlaufende Anleihenobligationen)

Markteinschätzung vom 21. August 2019

Der Markt ist auf Dauer stärker als die Notenbanken

Gion Reto Capaul und Herbert Fritschi

Die Finanzwelt ist aus den Zinsfugen geraten

Eine der wichtigsten Erkenntnisse vorweg: Die Zentralbanken haben die Investoren weder auf schwere Finanzmarktverwerfungen vorbereitet, noch konnten sie solche abwenden (siehe Dotcom-Blase / Immobilien-, Banken- und Schuldenkrise). Auch die Konjunkturzyklen werden die mächtigen Notenbanken nicht zum Verschwinden bringen. Wenn Sie also denken, dass die Notenbanken Sie vor den nächsten Wirtschafts- und Börsengefahren beschützen, täuschen Sie sich. Eigentlich gehörte die Überwachung der Systemstabilität ursprünglich nicht zu den Aufgaben der Notenbanken, die sich in den Anfangszeiten fast ausschliesslich um die

Bargeldversorgung und einen funktionierenden Zahlungsverkehr sorgen mussten. Heute hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) gemäss Bundesverfassung den Auftrag eine „*Geld- und Währungspolitik zu führen, die den Gesamtinteressen des Landes dient*“. Das tönt nach ziemlich viel Verantwortung. Die Markteinflussnahme der grössten Notenbanken der Welt ist mit dem Ausbruch der letzten grossen Rezession 2008/2009 in die Höhe geschossen. Viele Zentralbanken scheinen heute nicht mehr völlig unabhängig von den Interessen der Regierungen zu operieren, selbst wenn ihnen diese Unabhängigkeit gemäss Gesetz zusteht. Die Verzahnung von Notenbanken, Regierungen und gewissen professionellen Marktteilnehmern ist wahrscheinlich so gross wie nie zuvor. Diese gebündelten Interessen (und Marktmacht) gefährden langfristig die Systemstabilität. Was in guter Absicht begonnen hat, nämlich die Bewahrung des Finanzsystems vor einem Kollaps, ist in einen ungeheuren Interventionismus gemündet, der den freien Markt ausser Kraft setzt, mit teilweise unvorhersehbaren Folgen.

Negativzinsen verursachen gravierende Bewertungsprobleme

Wenn man herausfinden möchte, wie es mit dem Finanzwissen ("*Financial Education*") steht, wird üblicherweise auch eine Frage zum Thema Zinseszins gestellt. Oftmals haben die Befragten Mühe, die Bedeutung und den Mechanismus von Zinseszinsen zu verstehen (in einigen Ländern kann die Hälfte der Befragten diesbezügliche Fragen nicht richtig beantworten). Haben Sie sich schon einmal gefragt, was es bei Negativzinsen mit dem Zinseszins auf sich hat?

Mit der Einführung von Negativzinsen haben sich einzelne Notenbanken sehr weit vorgewagt und sich auf ein gefährliches ‚Spiel‘ eingelassen, indem sie die natürlichen Zinskräfte ausgehebelt haben.

Anlegerinnen und Anleger sind verunsichert. Auf welchen Guthaben und Vermögensanlagen sind Negativzinsen überhaupt möglich bzw. denkbar? Wie sieht es bei den verschiedenen Formen von Schulden aus? Gibt es allgemeine oder spezifische Gesetze, Vereinbarungen oder Klauseln, auf die man sich als Vertragspartei verlassen kann?

Bereits seit 22. Januar 2015 erhebt die SNB einen Zins von -0.75% (Negativzins) auf Sichtguthaben Dritter (unter Berücksichtigung gewisser Freibeträge). Etwas mehr als viereinhalb Jahre später weisen sämtliche Geldmarktbuchforderungen und Anleihenobligationen der Eidgenossenschaft, darunter auch Schuldpapiere mit sehr langen Laufzeiten, negative Verfallrenditen auf. So etwas hat es in der Geschichte der Schweiz noch nie gegeben. Ende Juli 2019 betrug die Jahreststeuerung (Landesindex der Konsumentenpreise) +0.3%. Somit sind auch die Realzinsen über das ganze Laufzeitenspektrum hinweg negativ. Es ist absehbar, dass die Negativzinsen nicht viel tiefer in den negativen Bereich gedrückt werden können. Ansonsten müssen sich die Notenbanken auf einen Run nach Bargeld gefasst machen.

Gemäss der „Handelszeitung“ weisen per Anfang August 2019 weltweit Anleihen in der Rekordhöhe von USD 15.3 Bio. negative Renditen aus (Quelle: Bloomberg Barclays Global-Aggregate Index). Der überwiegende Teil davon, rund USD 13 Bio., entfällt auf Staatsanleihen. Staaten müssen laufend alte Schulden neu refinanzieren, sind also auf einen gut funktionierenden und aufnahmefähigen Markt (Kapitalgeber) angewiesen. Das internationale Schuldenbarometer zeigt schon seit vielen Jahren nach oben.

Kommt erschwerend hinzu, dass die Finanzmärkte mittlerweile derart von Tief- und Negativzinsen gezeichnet sind, dass es sehr schwierig geworden ist, den richtigen/fairen Preis von

vielen Finanz- und Sachanlagen zu bestimmen. Bei den wichtigsten klassischen Finanzanlagekategorien sehen sich die professionellen Finanzakteure mit der Frage konfrontiert, welche Bewertungskonzepte in einem derartigen Umfeld angewendet werden sollen. Ist das Heute wirklich das „*New Normal*“ oder nur eine besondere Episode der gesamten geschichtlichen Komposition?

Gibt es grundsolide Aktien, die in einem derart speziellen Anlageumfeld aufgrund ihrer konstanten Dividendenausschüttung die bessere Form von Anleihen darstellen, also mehr als nur valabler Anleihenersatz sind? Falls ja, wie hoch können die Aktienkurse solcher Firmen (noch weiter) steigen? Gerade in der Schweiz sind zuletzt Börsenschwergewichte wie Nestlé oder Novartis mit sehr starken Kursavancen aufgefallen. Selbst wenn sich ganz bestimmte Aktienkurse von Topgesellschaften ausgehend von den heutigen Börsennotierungen noch verdoppeln oder verdreifachen sollten, würde ja unter dem Strich immer noch eine positive Dividendenrendite resultieren (sofern eine Dividendenzahlung effektiv geleistet würde). Die direkte Rendite (Dividendenrendite) käme also auch auf einem noch deutlich höheren Aktienkursniveau höher zu liegen als die negativen Verfallrenditen vieler Staatsanleihen. Entscheidend ist, dass es sich bei den als Substitute infrage kommenden Aktien um bonitätsmässig erstklassige Unternehmungen handelt, deren Überlebensfähigkeit ausser Frage steht (Quasianleihe ohne festen Verfall). Wie aber steht es um das Kursrisiko solcher Aktien? Bieten solche Aktien, die gemessen an anderen Fundamentalkennzahlen wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) hohe Werte ausweisen (also aufgrund allein dieser Kenngrössen als teuer einzustufen sind), auch wirklich einen ausreichenden Schutz vor Kurseinbrüchen, z. B. während einer Rezession? Während Firmen mit einer guten Kreditqualität – wie oben beschrieben – in letzter Zeit sehr gut performt haben, kam es, im krassen Gegensatz dazu, bei einigen mittelgrossen und kleineren Börsengesellschaften in der Schweiz in den letzten Monaten zu scharfen Kurskorrekturen, u. a. im Zusammenhang mit Gewinnwarnungen oder Gewinnenttäuschungen.

Die aktuelle Lage kann aus unterschiedlichen Perspektiven betrachtet werden. Klar ist: Das Negativzinsumfeld erschwert eine vernünftige Preisfindung (auch bei Immobilien und anderen Sachwerten). Entscheidend wird auch sein, wie sich die Inflation in zwei drei Jahren entwickelt. Die Notenbanken wollen, dass es zu mehr Inflation kommt (was nicht unbedingt gut sein muss). Der Teuerungsverlauf und die Erwartungen bezüglich der Inflationsentwicklung haben einen grossen Einfluss auf die Marktpreise für Vermögenswerte aller Art. Aufgrund der vielen offenen Fragen müssen wir uns auf volatile Finanzmärkte einstellen; es könnte in nächster Zeit an den Börsen sehr holprig zu und her gehen.

Notenbanken haben grösste Anleihenpreisblase aller Zeiten mit aufgepumpt ...

Am offensichtlichsten ist die Blase auf den Anleihenmärkten. Im Sog der immensen Wertpapieraufkäufe verschiedener grosser Notenbanken (Fed, EZB, BoJ, SNB), sind die Preise über alle Laufzeiten und selbst für Schuldner mit einer eher schwachen Bonität (aber sich nicht in akuten Zahlungsschwierigkeiten befinden) stark gestiegen. Bei den Anleihenkursen kann es von den jetzigen Marktpreisen ausgehend fast nur noch nach unten gehen. Aus der Geschichte der Zinsentwicklung können wir schliessen, dass die Bewegung der Zinsen im Zeitablauf „*mean reverting*“ ist, d. h. die Zinsen steigen und fallen um einen langfristigen Mittelwert. Auf den gegenwärtigen Kurs- und Renditeniveaus stellen Anleihen unserer Ansicht nach ein überaus schlechtes Geschäft für deren Besitzer dar.

... und schauen tatenlos zu

Was überrascht, ist der Umstand, dass die Notenbanken tatenlos den Preisblasen zusehen. Dabei ist bekannt, dass viele Menschen nicht von den enormen Preiszuwächsen an den Börsen und auf den Immobilienmärkten profitieren (für die USA siehe „*Distribution of Household Wealth in the U.S. since 1989*“, Fed, August 2019).

Die unkonventionellen Massnahmen treiben aussergewöhnliche Blüten

Profiteure der Niedrig- und Negativzinspolitik sind u. a. die hoch verschuldeten Staaten, gerade auch die USA oder Japan mit den höchsten Bruttostaatsschulden unter den G-7-Staaten. In normalen Wirtschaftszeiten weisen die länderspezifischen Zinskurven einen leicht steigenden Verlauf auf. Investoren verlangen aus rationalen Überlegungen (u. a. eigener Verzicht auf Liquidität, allgemeines Zinsänderungsrisiko, Inflationsrisiko, Kreditrisiko) für das langfristige Ausleihen von Geld mehr Zins als für eine kurzfristige Geldausleihe. Die von den Notenbanken orchestrierten Strategien haben dazu geführt, dass sich momentan gewisse Investoren um die kleinsten noch positiven Renditen reissen. Zahlreiche Schuldner überlegen sich nun, in einem für sie so vorteilhaften Zinsumfeld, ultra-langlaufende Anleihen herauszugeben. Solche als „*Methuselah Bonds*“ bezeichneten Anleihen – benannt nach dem Namen eines langlebigen Kieferbaumes – haben vertragliche Laufzeiten von bis zu 100 Jahren.

Der Markt ist auf Dauer stärker als die Notenbanken

Es liegt in der Natur des Menschen, eher kurzfristig zu denken. Nachdem sich fast die ganze Welt vor einer Rezession fürchtet (und der US-Präsident gegen die eigene Notenbank wettet), haben sich die Zentralbanken für eine plötzliche Schubumkehr entschlossen und (präventive) Zinssenkungen vorgenommen oder zumindest solche und ähnlich wirkende unkonventionelle Massnahmen in Aussicht gestellt. Es scheint deshalb fast absurd, in einer solchen Phase sich Gedanken über einen möglichen Renditeanstieg zu machen. Der bekannte Börsenspruch „*Don't fight the Fed*“ („*Wette nicht gegen die US-Notenbank*“) mag kurz- und mittelfristig mehrheitlich zutreffen, langfristig sind wir jedoch der Meinung, dass sich die (befreiten) Kräfte des Marktes durchsetzen werden und stärker sind als die Notenbanken. Wie eingangs unserer Markteinschätzung erwähnt: Die Zentralbanken haben die Investoren weder auf schwere Finanzmarktverwerfungen vorbereitet, noch konnten sie solche abwenden (siehe Dotcom-Blase oder Immobilien-, Banken- und Schuldenkrise). Es wird das nächste Mal nicht anders sein. Die entstandenen Blasen werden platzen. Mit Zinsmassnahmen sollte man nicht Konjunkturschwankungen komplett ausschalten wollen.

Mit Überraschungen muss gerechnet werden

Der Zeitpunkt grosser Korrekturen kam in der Vergangenheit meist für viele Marktteilnehmer überraschend. Es zahlt sich daher aus, sich frühzeitig Gedanken über den nächsten Wendepunkt zu machen. Wo der Herdentrieb wirkt, ist eine „*Contrary Opinion*“ heilsam. Wer im jetzigen Umfeld Anleihen hält (Direktanlagen, Fonds, ETFs oder Mischfonds), sollte sich fragen, ob die Weichen für die Zukunft richtig gestellt sind.

Fazit

Eine Niedrig-/Negativzinspolitik führt in einen Teufelskreis, aus dem die Notenbanken kaum mehr ausbrechen können. Mit einer verzögerten Normalisierung dürften die Folgeschäden mit der Zeit jedoch immer grösser werden. Investorinnen und Investoren sollten sich aus dieser Negativspirale befreien. Die allermeisten Anleihen stellen auf dem heutigen Kurs- und Renditeniveau keine vernünftige Anlageinvestition dar.