# Was vorsehen bei Zinsanstieg?

**PORTFOLIO** *Weil die Konjunktur brummt und der Arbeitsmarkt sich aufhellt, heisst die Frage nicht, ob, sondern, wann und wie kräftig die Zinsen steigen werden. Für Obligationen kündigen sich Wertverluste an. Was ist mit anderen, alternativen Anlagen?*

## Obligationen – Augen zu und durch

*Thomas Heller*

Seit Sommer 2016 haben die Zinsen weltweit angezogen, sind dieses Jahr aber nur noch bescheiden gestiegen. In den USA haben sie sogar leicht nachgegeben (vgl. Grafik). Eine echte Zinswende sieht anders aus. Aber die Tiefs liegen hinter uns, und einiges spricht dafür, dass die Zinsen zulegen werden.

Die Geldpolitik hat eine Wende vollzogen. Die US-Notenbank (Fed) hat mit der Verkürzung ihrer Bilanz begonnen. Im Rahmen ihrer Politik der kleinen Schritte wird sie den Leitzins weiter hinaufsetzen. Die EZB hat angekündigt, ihre Wertpapierkäufe zwar fortzuführen, das Kaufvolumen aber zu reduzieren. In der Summe wirkt dies restriktiv bzw. weniger expansiv.

**DIE FRAGE NACH DER INFLATION**

Frühindikatoren deuten auf eine verbesserte globale Konjunktur hin. Zudem könnten die angekündigte Steuerreform und ein doch noch lanciertes Infrastrukturprogramm der Regierung Trump der Wirtschaft zusätzlichen Schub verleihen. Da die USA schon fast Vollbeschäftigung haben, dürfte dies für steigende Löhne und eine höhere Inflation sorgen.

***«Vollständig vermeiden lassen sich Verluste bei einem Zinsanstieg nicht.»***

Wohlgemerkt: Das Zinsniveau bleibt trotz Anstieg niedrig. Dass das Fed jüngst seine Langfristprognose für den Leitzins auf 2,8% nach unten revidiert hat – vor zwei Jahren war es ein Prozentpunkt mehr –, untermauert diese Einschätzung. Aber der Trend zeigt nach oben. Selbst wenn er relativ bescheiden sein wird: Der Zinsanstieg wird nicht ohne Schmerzen für Obligationenanleger über die Bühne gehen. Um einen Anhaltspunkt zu liefern: Ein Zinsanstieg um einen Prozentpunkt würde beim Swiss Bond Index zu Kursverlusten von über 7% führen.

**ZINSSENSITIVITÄT REDUZIEREN**

Was also tun, wenn die Zinsen steigen? Raus aus den Obligationen? Vor allem institutionelle Anleger können und wollen nicht uneingeschränkt Geld aus dem Obligationenmarkt abziehen. Sie sind aufgrund gesetzlicher Vorgaben und ihrer Anlagereglemente zu einer Mindestquote an Obligationen verpflichtet und bewegen sich heute oft bereits in der Nähe dieser Untergrenze. Zudem wird sich ein Investor, der nicht nur zinssensitive Anlagen, sondern auch ebensolche Verbindlichkeiten hat, mit seinen Obligationen nicht unwohl fühlen.

Im skizzierten Szenario gilt, es die Zinssensitivität tief zu halten. Das heisst im Grunde, Obligationen zu verkaufen. Im Einzelfall ist es ein Abwägen zwischen der Verfallrendite der zu verkaufenden Obligation, dem Kurspotenzial der zu kaufenden Anlage und den Kosten. Meistens wird es sich kaum lohnen eine Obligation kurz vor Verfall zu verkaufen.

**UND AKTIEN?**

Trotz des eingeschränkten Spielraums müssen Anleger den Blick auf andere Anlageklassen werfen, etwa auf Aktien. Im Aktiensegment dürften Banken und (Lebens-)Versicherer sowie Unternehmen mit einer niedrigen Verschuldung zu den relativen Gewinnern steigender Zinsen gehören. Relative Verlierer wären wohl Versorger, Telecomunternehmen und Immobilientitel. Da die niedrigen Zinsen eine tragende Säule der Aktienkurse sind, ist bei einem ausgeprägteren Zinsanstieg jedoch Vorsicht geboten: Aktien sind kein Obligationenersatz. Eine «grosse Rotation» in Aktien ist deshalb weder angezeigt, noch ist sie zu erwarten.

Von steigenden Zinsen profitierten versicherungsbasierte Anlagen. Die Entschädigung für das eingegangene Risiko basiert auf einem Geldmarktzins zuzüglich einer Risikoprämie. Steigen die Kurzfristzinsen, nimmt die Gesamtentschädigung zu. Dank variabler Verzinsung sind auch Unternehmenskredite weniger von steigenden Zinsen betroffen.

**ANLAGEN, DIE SCHUTZ BIETEN**

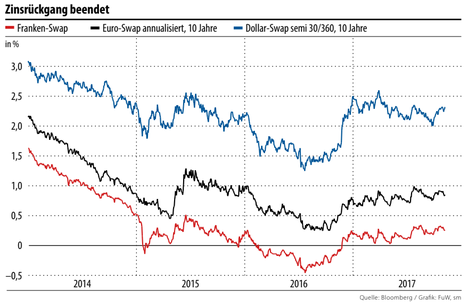
Wird der Zinsanstieg von einer anziehenden Inflation getrieben, profitiert der Realwert Gold, sofern die Inflation stärker zulegt als die Zinsen (= sinkende Realzinsen). Vor Kaufkraftverlust kann man sich auch mit inflationsgeschützten Anleihen (ILB) schützen. Damit der Vorteil des Kaufkrafterhalts nicht durch Kursverluste wegen der steigenden Zinsen zunichtegemacht wird, empfiehlt es sich, kurzlaufende ILB zu halten.

Ein Zinsanstieg wird Spuren in den Portfolios hinterlassen, im Obligationenteil, aber auch bei anderen Anlagen (zum Beispiel Aktien und Immobilien). Die Verluste lassen sich durch Anpassungen innerhalb der Obligationenquote (beispielsweise kurze Duration, inflationsgeschützte Anleihen) oder mit Umschichtungen in andere Anlageklassen (Gold, versicherungsbasierte Anlagen, Unternehmenskredite) zumindest begrenzen.

Dem sind aber aus Diversifikationsüberlegungen und regulatorischen Gründen Grenzen gesetzt. Vollständig vermeiden lassen sich die Verluste nicht. Für dieses «Restrisiko» gilt: Augen zu und durch!

*Thomas Heller, Leiter Research/CIO, Schwyzer Kantonalbank*

**Zinsrückgang beendet**




Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, sm

## Senior Secured Loans – variabel verzinst

In einem Umfeld mit voraussichtlich wieder steigenden Zinsen sind Senior Secured Loans (SSL) eine echte Alternative. Sie zeichnen sich durch eine berechenbare, variabel verzinsliche Rendite, eine geringere Volatilität und starken Kapitalerhalt aus. Früher waren solche Kreditinstrumente Banken vorbehalten. Heute, mit zuverlässigen Daten und Erfahrungswerten über zu erwartenden Risiken und den Ertrag, machen SSL einen bedeutenden Teil der Anleihen- und Kreditportfolios vieler Grossanleger aus.

In Europa dienen SSL vor allem der Finanzierung von Übernahmen mit Fremdkapital (LBO). Obwohl sie nicht so hoch eingestuft werden wie Investment-Grade-Unternehmensanleihen, bestreiten sie die obersten 50 bis 70% der Kapitalstruktur von Unternehmen. SSL erhalten im Konkursfall erstrangig Zugriff auf Vermögenswerte und Cashflow der Schuldner. Das führt dazu, dass sie eine höhere Rückzahlquote erzielen als Anleihen, die meist nicht gleich starke Sicherheiten bieten.

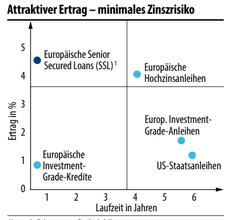
Ein weiterer Vorteil: SSL werden vierteljährlich verzinst und richten sich in der Regel nach dem 3-Monats-Euribor-Satz – mit einer Untergrenze von 0% oder mehr. Somit bieten sie eine Art Rente mit limitierter Laufzeit (vgl. Grafik). Wenn die Zinsen also steigen, sind die SSL weniger anfällig für Wertverluste als Anleihen.

Der Markt unterscheidet grundsätzlich zwischen breit syndizierten Krediten (Senior Secured Loans, 300 Mio. € und mehr) und Direktkrediten (Direct Lending). Werden Erstere bei Banken und spezialisierten Asset-Managern platziert, fokussieren sich Direktkredite auf kleinere, nicht syndizierte Buy-and-Hold-Transaktionen. Die genannten Vorzüge treffen auf beide Segmente zu, doch syndizierte Kredite haben einen weiteren, entscheidenden Vorteil: Sie sind handelbar und erlauben es Managern, bei solch grossen Finanzierungen diversifizierte Portfolios aus kleinen Anteilen von 5 bis 10 Mio. € zu bilden. Diese können aktiv geführt und die Gewichtung angepasst werden, falls sich die Performance der einzelnen Kredite verändert.

Senior Secured Loans sind nicht standardisiert, und die Teilnahme an diesem Markt ist «by invitation only». Die Auswahl der besten Kredite sowie ihre Verwaltung erfordern deutlich mehr Fachkenntnisse als herkömmliche Anleihen. Solche Anlagevehikel sollten daher zwingend über einen erfahrenen Asset-Manager erchlossen werden.

*Caroline Ardant-Bernard, Rothschild Credit Management, Stephanie de Saint-Marcq, Rothschild Asset Management, Schweiz*

**Attraktiver Ertrag – minimales Zinszrisiko**




*1) unterhalb Investment-Grade-Anleihen*

Quelle: Rothschild Credit ManagementW / Grafik: FuW, sm

## Infrastruktur – eigenständig und solid

Infrastruktur bestimmt unser Leben – sei es die Strasse, auf der wir fahren, die Schule, die unsere Kinder besuchen, oder die Elektrizität, die wir für unser Zuhause oder unsere Arbeit benötigen. Infrastruktur ist per Definition unverzichtbar, schwer replizierbar und weist monopolähnliche Merkmale auf. Das macht sie für langfristig orientierte Anleger, die nach einem soliden Cashflow Ausschau halten, sehr attraktiv, weil weniger anfällig für die allgemeine Wirtschaftslage und daher nicht mit traditionellen Anlageklassen wie Unternehmensanleihen und Aktien korreliert.

Infrastrukturanlagen werden durch eine Kombination aus Eigen- und Fremdkapital finanziert, wobei das Fremdkapital in der Regel rund 75% ausmacht. Besonders private Anleihen bieten eine überdurchschnittliche Rendite, Kreditdiversifizierung und Potenzial für längere Duration. Aufgrund ihrer monopolähnlichen Merkmale und der physischen Natur bieten sie Kreditgebern mehr Sicherheit als traditionelle Unternehmensanleihen. Die Kreditgeber werden durch eine umfassende Überwachung der Risiken rigoros geschützt.

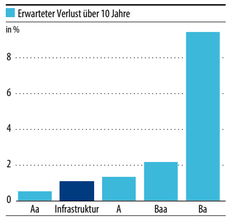
Wie effektiv dieser Schutz ist, macht der geringe Prozentanteil an Infrastrukturprojekten deutlich, bei denen es zu einem Ausfall kommt. Bei einem Ausfall erhalten jedoch über 60% der Kreditgeber 100% ihres Hauptdarlehens zurück. Wegen der niedrigen Ausfallquoten in Kombination mit einer hohen Rückgewinnungsrate sind die erwarteten Verluste insgesamt gering.

Zudem sind Infrastrukturanleihen gut geschützt vor einem Zinsanstieg. Ein Grossteil dieser Anleihen, speziell diejenigen mit einer Fälligkeit zwischen fünf und zehn Jahren, ist häufig als variabel verzinsliche Darlehen ausgestaltet. Dieses Marktsegment wird damit von steigenden Zinsen sogar profitieren.

Wir sind der Meinung, dass Infrastruktur ein Kernbestandteil von Obligationenportfolios sein sollte, wenn sie es nicht schon ist. Aufgrund ihrer Unabhängigkeit vom Konjunkturzyklus, der robusten Kreditmerkmale und der Widerstandsfähigkeit gegenüber steigenden Zinsen werden Infrastrukturanlagen vielen Bedürfnissen langfristig orientierter Investoren gerecht.

*Claire Smith, Investment Director Infrastructure, Schroders*

**Kaum Ausfälle**




Quelle: Schroders / Grafik: FuW, sb

## Mikrofinanz – hält sich von Turbulenzen fern

Bis vor ein paar Jahren wurde Mikrofinanz vor allem mit Philanthropie und Entwicklungshilfe in Verbindung gebracht. Heute investieren sowohl private als auch institutionelle Anleger in diese schnell wachsende Anlageklasse. Als Teil von Impact Investing trifft sie den Nerv der Zeit und bedient die steigende gesellschaftliche Nachfrage nach Investitionsmöglichkeiten, die ausser dem finanziellen auch einen messbaren sozialen und ökologischen Nutzen generieren.

Mikrofinanz hat über die letzten zwanzig Jahre gezeigt, dass weder Konjunkturzyklen noch Finanz- und Wirtschaftskrisen die Rendite schmälern – bei gleichzeitig geringer Volatilität. Mikrofinanzanlagen haben sowohl die globale Finanzkrise als auch die Schwellenländerkrise von 2013 unbeschadet überstanden, als Währungen, Anleihen und Aktien von Schwellenländern nach der Ankündigung des Fed, seine expansive Geldpolitik zurückzuführen, einbrachen. Zudem verzeichnen sie eine stabile Rendite, historisch wurden rund 4% pro Jahr erzielt.

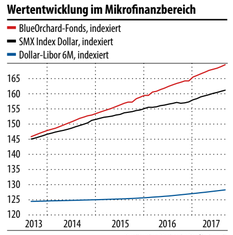
Weil sich die Mikrofinanz weitgehend unabhängig von traditionellen Anlageklassen wie Aktien, Anleihen und Immobilien entwickelt, stellt sie einen attraktiven Baustein zur Diversifikation des Portfolios dar. Zudem schützen die kurzen Kreditlaufzeiten vor Zinsänderungsrisiken, und auch die sehr geringen Ausfallraten von durchschnittlich weniger als 1% überzeugen – sind sie doch deutlich geringer als in der «entwickelten Welt».

Diese vergleichsweise überschaubaren Risiken, die stabile und attraktive Rendite, die kurze Laufzeit sowie der direkte und messbare soziale Impact machen Mikrofinanzanlagen sowohl im gegenwärtigen Umfeld als auch bei einem Zinsanstieg sehr attraktiv. Innerhalb des Segments nachhaltiger Investments hat sich die Mikrofinanz mithin zu einer der am schnellsten wachsenden Anlageklassen entwickelt.

Aufgrund anhaltender Bedürfnisse und mangelnder Finanzierungsalternativen in Entwicklungsländern wird dieser Trend nachhaltig andauern. Für die Unterstützung der von den Vereinten Nationen proklamierten Sustainable Development Goals und für die Bekämpfung der weltweiten Armut sind dies sehr gute Nachrichten.

*Patrick Scheurle, CEO BlueOrchard Finance*

**Wertentwicklung im Mikrofinanzbereich**




Quelle: Blue Orchard / Grafik: FuW, ls

Diese Anzeige wurde von der Source Schweiz GmbH, Kappelergasse 11, 8001 Zürich und Invesco Asset Management (Schweiz) AG, Talacker 34, 8001 Zurich, Schweiz, herausgegeben. Achten Sie darauf, dass Sie die Risiken kennen, bevor sie investieren, und sprechen Sie mit Ihrem professionellen Berater, wenn Sie Beratung brauchen.

*Bitte beachten Sie, dass nicht alle Produkte in allen Ländern verfügbar sind.

© 2017 Source Schweiz GmbH und Invesco Asset Management (Schweiz) AG.

Invesco