

## Negativzins für nächste Krise

Kenneth Rogoff will mehr Spielraum für die Leitzinsen.

Wie können Notenbanken der nächsten Krise entgegenzutreten, wenn die Leitzinsen bei null sind? Diese Frage stellte Kenneth Rogoff, er ist Professor an der Harvard-Universität und bekannt, weil er grosse Banknoten abschaffen will. Rogoff sprach am Donnerstag in Zürich an einem Anlass der Schweizerischen Nationalbank zum hundertsten Geburtstag des Schweizer Ökonomen Karl Brunner (vgl. www.fuw.ch/240916-9)

Der massenhafte Kauf von Staatsanleihen «bewirkt gar nicht so viel und ist kein Ersatz für normale Geldpolitik», sagt Rogoff. Und wenn die Zentralbank mit neu geschaffenen Geld direkt Staatsausgaben finanziere, sei das ein Mix aus Geld- und Fiskalpolitik. «Das ist nicht unbedingt eine schlechte Idee, aber es ist nicht wirklich Geldpolitik.»

### Helikopter macht abhängig

Darin liege das Problem, betont Rogoff. Mit solchem Helikoptergeld stosse die Notenbank in den Bereich der Fiskalpolitik vor. In einer Krise sei das legitim, doch «wenn es andauert, gefährdet die Zentralbank ihre Unabhängigkeit».

Eine andere Idee sei, das Inflationsziel von 2 auf 4% hinaufzusetzen. Doch seit zwanzig Jahren erklärten die Zentralbanken, 2% seien optimal. Wenn nun die Notenbankchefs plötzlich eine Pressekonzferenz abhalten und sagen, es hätten eigentlich 4% sein sollen, verursache das Instabilität. Zudem gelinge es den Währungshütern nicht einmal, 2% zu erreichen. Das schaffe kein Vertrauen.

Daneben geisterten «äusserst unorthodoxe Ideen» herum. Der Ökonom Barry Eichengreen habe angeregt, vielleicht seien Handelsbarrieren eine gute Idee – sie halten Importe ab, worauf inländische Anbieter die Preise anheben, was Inflation erzeugt. Dadurch sinkt der inflationsbereinigte, reale Zins, und es wird mehr konsumiert und investiert. Rogoff hält dies für kontraproduktiv.

Weil die Geldpolitik bei Nullzinsen paralyisiert sei, müssten die Notenbanken die Möglichkeit erhalten, den Leitzins als Antwort auf eine Krise tief ins Negative herabzusetzen, fordert Rogoff. Damit dann niemand Bargeld horten könne, müssten grosse Banknoten abgeschafft werden, sagte er auch im FuW-Interview (vgl. www.fuw.ch/240916-10).



«Dubiose Ideen wie Protektionismus.»

Den Einwand, die Nullzinspolitik schade den Sparern und den Vorsorgeeinrichtungen, lässt Rogoff nicht gelten. «Der geringe Ertrag an den Finanzmärkten hat nichts mit der Geldpolitik zu tun.» Grund dafür seien die schleppende Konjunktur und die allgemeine Unsicherheit, verursacht durch die Finanzkrise und den Schuldenüberhang. «Chronische Schwächen der Wirtschaft kann die Geldpolitik nicht heilen.»

### Langfristiger Zins steigt

Zudem argumentiert er, Leitzinsen z. B. von -6% würden die erwartete Inflation und damit die langfristigen Zinsen in die Höhe treiben. Die Rendite zehnjähriger Anleihen nehme nicht ab, sondern zu.

Solch tiefe Negativzinsen könnten die Notenbanken nicht in Eigenregie einführen, dazu brauche es die Politik. Rogoff propagiert damit ein längerfristiges Vorhaben, für die nächsten zehn oder zwanzig Jahre. Negativzinsen seien ein wirkungsvolles Instrument und «machen mit Blick auf dubiose Vorschläge wie Protektionismus reinen Tisch».

BEG

# Vom Obli-Fonds zum Hedge Fund

Das Tiefzinsumfeld macht Anbieter von Anleihenfonds erfinderisch. Nicht jeder Ansatz hat auf Anhieb gut funktioniert.



Bond-Guru Bill Gross verwaltet seinen neuen Anleihenfonds im Stil eines Hedge-Fund-Managers.

PETER ROHNER

Bondanleger sind wirklich nicht zu beneiden. Mündelsichere Staatsanleihen werfen schon längst nichts mehr ab oder rentieren sogar negativ. Selbst mit US-Staatsanleihen bleibt nach Kosten für die Absicherung des Währungsrisikos nur noch ein mickriger Zins. Auch auf Unternehmensanleihen sind die Renditen geschrumpft (vgl. Grafik 1).

In einem solchen Markt können Anleger nicht mehr nur ein paar Bundesanleihen ins Portfolio legen. Coupons verbuchen und bei Laufzeitende die Papiere ersetzen. So ist die Nullrendite oder gar ein Verlust garantiert. Das hat auch Anbieter von Obligationenfonds zum Umdenken gezwungen. Sie haben in den letzten Jahren vermehrt Produkte lanciert, die auch im Umfeld von Negativrenditen und einem drohenden Zinsanstieg einen positiven Ertrag abwerfen sollen. Bislang ist die Bilanz aber ernüchternd, denn der grosse Zinsanstieg ist nicht gekommen.

«Unconstrained» ist eine der Bezeichnungen für diese speziellen Anleihenfonds, weil sie nicht an Vorgaben gebunden sind. Auch die Attribute «unkonventionell» oder «nichttraditionell» werden verwendet. «Charakteristisch ist ein sogenannter Go-Anywhere-Ansatz», sagt Simon Weiler vom Wiener Fondsdatenanbieter E-fundresearch. Das heisst, die Fonds können in alle möglichen Emittenten investieren, unabhängig von Rating, Domizil oder Währung. Das ermöglicht eine bessere Diversifikation.

Traditionelle Obligationenfonds zielen in der Regel auf ein bestimmtes Segment. Einige investieren nur in Staatsanleihen mit Anlagequalität, andere ausschliesslich in Ramschpapiere. Folglich orientieren sich Go-Anywhere-Fonds meist nicht an einer Benchmark. Wenn doch eine Vergleichsgrösse genannt wird, dann ist es ein globaler Anleihenindex oder der Geldmarktzins, wie bei Hedge Funds üblich.

### Schutz vor Zinsanstieg

In Mode gekommen sind unkonventionelle Bondfonds ab 2012, als Anleger anfangen, mit höheren US-Zinsen zu rechnen. Denn in der Regel haben diese Fonds auch die Möglichkeit, die Duration (vgl. Textbox rechts) des Portfolios beliebig zu reduzieren und sogar negativ werden zu lassen. Dann gewinnt das Portfolio an Wert, wenn das Zinsniveau steigt.

Das ist nur unter Einsatz von Derivaten oder Leerverkäufen möglich. Viele Unconstrained-Bond-Fonds nutzen auch Hebeleffekte (Leverage). Dann unterscheiden sie sich nicht mehr von Hedge Funds. «Ob man diese Fonds zu alternativen Anlagen zählt oder zu den Anleihenfonds, hängt davon ab, ob sie im grösseren Stil Short gehen können», sagt Andreas

Homberger, Research-Chef von Hinder Asset Management. Er findet an den neuen Produkten per se nichts bahnbrechend. Solche Strategien gebe es schon lange. Früher habe man sie einfach Absolute Return genannt. Die Bezeichnung Unconstrained findet Homberger besser. «Sie verspricht im Gegensatz zu Absolute Return nichts, was sie nicht halten kann.»

Bekannter Protagonist des Unconstrained-Ansatzes ist Bill Gross. Der ehemalige Pimco-Fondsmanager ist seit 2014 für die Unconstrained-Bond-Strategie bei Janus Capital verantwortlich. Rund die Hälfte der 1,5 Mrd. \$ im Fonds stammen aus seinem Privatvermögen. Überzeugen konnte das Konzept aber noch nicht. Der auch hierzulande vertriebene Global Unconstrained Bond Fund hat seit Lancierung vor zwei Jahren weniger als 1% gewonnen. Ein kleiner Trost für Gross dürfte sein, dass

das Unconstrained-Vehikel seines früheren Arbeitgebers Pimco noch schlechter abgeschnitten hat (vgl. Grafik 2).

### Verlust durch Aktienderivate

Auffällig in der Performance von Gross' Fonds ist der Absturz vor gut einem Jahr. Schuld war anscheinend eine Wette auf niedrige Volatilität in Aktien. «Im Spätsommer 2015 verkauften wir über derivative Instrumente Aktienmarktvolatilität. Die Verwerfungen nach der Abwertung Chinas waren so gross, dass Verluste resultierten», heisst es im Jahresbericht. Das zeigt, dass solche Fonds teilweise nicht mehr viel mit dem herkömmlichen Anleiengeschäft zu tun haben. Der Begriff «festverzinslich» wird sehr weit gefasst.

Dieses Jahr hat Gross ein besseres Händchen. Der Fonds liegt 3,5% im Plus.

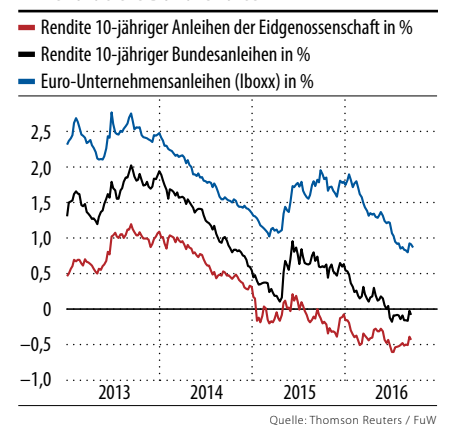
## Was ist die Duration?

Die Duration beantwortet zwei Fragen: Wie lange ist das Kapital durchschnittlich im Wertpapier gebunden? Wie wirkt sich eine Zinsänderung auf den Preis aus?

Die erste Frage lässt sich mit der Macaulay-Duration beantworten. Sie wird in Jahren angegeben und entspricht dem Zeitpunkt, zu dem der Anleger das investierte Kapital zurückerhält. Je niedriger der Coupon und je länger die Laufzeit, desto später ist das der Fall – die Duration nimmt also zu. Zur Berechnung der Duration fließt neben der Restlaufzeit und den Couponzahlungen der Marktzins ein. Ändert er sich, wirken zwei gegensätzliche Effekte: der Markteffekt und der Wiederanlageeffekt. Steigen die Zinsen, fällt der Kurs der Obligation, da der fixierte Coupon nicht mehr attraktiv ist. Nur dank des niedrigeren Kurses bietet die Anleihe weiterhin eine marktgerechte Verzinsung. Für die Wiederanlage sind die steigenden Zinsen dagegen positiv. Die bezahlten Coupons können zum höheren Zins reinvestiert werden. Es gibt einen Zeitpunkt während der Laufzeit, in dem sich die beiden Effekte aufheben, der Wert der Anleihe also unabhängig vom Marktzins ist. Dieser Zeitpunkt entspricht der Macaulay-Duration.

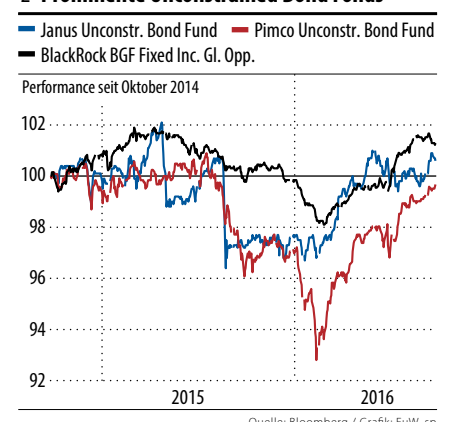
Die zweite Frage lässt sich mit der modifizierten Duration beantworten, die aus der Macaulay-Duration abgeleitet wird. Sie gibt an, um wie viel Prozent sich der Kurs des Bonds verändert, wenn der Marktzins um einen Prozentpunkt steigt oder fällt. Je länger die Laufzeit und je tiefer der Coupon, desto höher ist die Duration und desto stärker reagiert der Anleihenkurs auf eine Zinsänderung. **THA**

### 1 Rekordtiefe Bondrenditen



Quelle: Thomson Reuters / FuW

### 2 Prominente Unconstrained Bond Funds



Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, sp

Geholfen haben die schrumpfenden Kreditrisikoprämien im zweiten Quartal.

Trotz des misslungenen Starts sollte man Unconstrained-Bond-Fonds nicht vorschnell abschreiben. Für Investoren, die nicht für alle Anleiensegmente einen Spezialisten suchen wollen, können sie sinnvoll sein. «Sie brauchen einfach viel mehr Vertrauen in das Fondsmanagement, und die Analyse ist anspruchsvoller», sagt Homberger. Es sei wie bei Hedge Funds, wo es letztlich auf die Wahl des richtigen Managers ankomme. Hedge-Funds-ähnlich können auch die Gebühren sein. Beim Janus-Fonds beläuft sich die Gesamtkostenquote (Ter) auf 2%.

Wer bloss Angst vor steigenden Zinsen hat, muss nicht zwingend in solche Produkte umsichtigen. Es geht auch einfacher, mit variabel verzinslichen Anleihen oder solchen mit sehr kurzer Laufzeit.

## In diesen Fonds ist Zug drin

### Nicht alle Anleihenfonds, die ohne enge Vorgaben investieren, tragen das Adjektiv «Unconstrained» im Namen.

Das macht einen fairen Vergleich schwierig. Der Fondsdatenanbieter E-fundresearch hat für die FuW die Anleihenfonds nach folgenden Kriterien gefiltert: Vertriebszulassung in der Schweiz, globales Anlageuniversum, flexible Duration (vgl. Textkasten links) sowie keine bis kaum eine Berücksichtigung einer Benchmark (Referenzindex). Da viele Produkte noch nicht allzu lange auf dem Markt sind, wurde die Liste nach der Performance über die letzten zwölf Monate geordnet.

### Die grossen Unconstrained-Bond-Fonds

sucht man auf den vorderen Rängen verborgen. Am erfolgreichsten war in dieser Zeit der Solitaire Global Bond Fund, der vom Zürcher Vermögensverwalter Aquila verwaltet wird. Das Plus von 15% macht das mager erste Jahr nach Lancierung Anfang 2014 vergessen. Der Fonds investiert in Anleihen weltweit mit der einzigen Restriktion, den Fremdwährungsanteil auf 10% zu limitieren. Dieses Jahr haben vor allem Schwellenländer zur Performance beigetragen. Davon zeugen etwa die Engagements in Bonds der russischen Bank VTB, der südafrikanischen Sasol-Gruppe, dem brasilianischen Konzern Petrobras sowie der tunesischen Zentralbank. «Wir

würden unseren Ansatz aber nicht als Unconstrained bezeichnen, eher als Value», sagt Fondsmanager Patrik Kauffmann. Sie griffen zu, wenn andere verkaufen müssten. Zum Beispiel dann, wenn ein Land durch die Ratingagenturen herabgestuft wird.

Der BSI Multibond Global Dynamic Fund unter Leitung der Generali-Tochter Fortuna Investment hat die vergangenen zwölf Monate ebenfalls gut gemeistert, über fünf Jahre liegt er jedoch immer noch hinter der Vergleichsgruppe zurück. Drei der fünf grössten Positionen sind derzeit US-Staatsanleihen. Der Fonds hält aber auch rund 5% Gold und Anteile eines Schwellenländerfonds.

Mehr als 12% hat auch der Global Bond Fund von Pictet den Anlegern beschert, wobei der grösste Teil der Performance im Frühling angefallen ist. Obwohl das Fondsmanagement auf dem Papier grosse Freiheit in der Allokation besitzt, verrät die grosse Korrelation zum globalen Staatsanleihenindex, dass der Fonds eher wie ein herkömmlicher Obligationenfonds investiert.

Auch im Fonds des Kölner Vermögensverwalters Flossbach von Storch wurden die Freiheiten nicht ausgeschöpft: Obwohl laut Prospekt der gesamte Anleihenmarkt genutzt werden darf, sind derzeit über 80% in Unternehmensanleihen investiert. **PR**

### Die zehn besten unkonventionellen Anleihenfonds über 12 Monate

Fondsname	Isin	Fondswährung	Jahresperformance (per Ende August, in %)	Fondsvolumen in Mio. Fr
Solitaire Gl. Bond Fund	LI0229057109	USD	14,4	48,32
BSI Multibond Gl. Dynamic	CH0002775200	CHF	14,1	84,37
Pictet Global Bonds	LU0133805894	USD	12,7	196,96
Flossb. von Storch Bd. Opp.	LU0399027613	EUR	12,7	222,96
Credit Suisse Sust. Int Bd Fd	CH0002771779	USD	11,9	39,19
Legg Mason Brandyw. Gl Inc Opt	IE00B9KHJ624	USD	11,6	77,54
UniRenta	DE0008491028	EUR	11,4	748,32
Swisscanto Bond Fund Intern.	LU0081697723	CHF	11,1	183,15
BNY Mellon Global Bond	IE0003924739	USD	10,9	543,18
Loomis Sayles Gl. Opp. Bond	IE00B00P2K84	USD	10,4	94,25

Quelle: E-fundresearch.com