



Kompromisse bei der Anleihenqualität können das Portfoliorisiko steigern.



Vincent Fu
Client Analytics Specialist

Vincent Fu hat 13 Jahre Finanzmarkterfahrung und arbeitet seit zwei Jahren bei der Capital Group.* Er hat einen MBA von der New York University und einen BA in BWL von der UCLA. Außerdem ist er Chartered Financial Analyst®.



Sunder Ramkumar
Senior Vice President, Client Analytics

Sunder Ramkumar hat 13 Jahre Investmentserfahrung und arbeitet seit zwei Jahren bei der Capital Group.* Er ist Analyst für die Asset-Allokation und Investmentstrategien. Ramkumar hat einen MS in Management- und Ingenieurwissenschaften von der Stanford University.

Im Überblick

- US-Anleihenfonds mit mittlerer Laufzeit und niedrigen Durchschnittsratings waren in letzter Zeit erfolgreich.
- Aber diese Fonds sind recht stark mit Aktien korreliert.
- Dadurch kann es zu höheren Verlusten kommen, wenn Aktien fallen.
- Langfristig haben diese Fonds Portfolios mit höheren Durchschnittsratings nicht hinter sich gelassen.
- Da die Credit-Spreads eng sind, muss man das Aktienrisiko diversifizieren.

Seit Langem gelten US-Anleihen als eine der stabilsten Assetklassen, handelt es sich doch überwiegend um Qualitäts-Staatsanleihen und Investmentgrade-Unternehmensanleihen. Da aber die Zinsen seit der Finanzkrise 2008 kontinuierlich gefallen sind, setzen jetzt viele Investoren auf US-Anleihen mit niedrigeren Investmentgrade-Ratings (BBB/Baa und leicht darüber). Auch in High Yield (BB/Ba und darunter) wurde viel investiert, um höhere laufende Erträge zu erzielen. In den letzten Jahren hat man damit tatsächlich oft höhere Renditen und attraktive Erträge erwirtschaftet, allerdings um den Preis einer engeren Korrelation

mit Aktien. Was können Investoren tun, um interessante Erträge und Diversifikation gleichermaßen zu erreichen? Und, allgemeiner gefragt: Welche Rolle sollten Anleihen in einem Portfolio spielen?

Hier hilft ein Blick in die Vergangenheit. Für unsere Analyse haben wir die Fonds der Morningstar-Kategorie „Bond Fund Intermediate“ in vier Quartile unterteilt, die monatlich auf Grundlage der gleitenden Dreijahreskorrelation mit dem Standard & Poor's 500 Composite Index angepasst werden.

* Stand 31. Dezember 2016. Quelle: Capital Group

Das oberste (erste) Quartil enthält die Anleihenfonds mit den höchsten Durchschnittsratings. Sie haben eine durchschnittliche Korrelation mit Aktien von -0,05 und sind zu weniger als 3% in High Yield investiert. Das unterste (vierte) Quartil besteht aus Anleihenfonds, die in Papiere mit besonders niedrigen Ratings investieren. Ihre Korrelation mit Aktien liegt bei 0,42, und sie bestehen zu fast 12% aus Anleihen ohne Investmentgrade-Rating.

Die Fonds des untersten Quartils (mit der geringsten Kreditqualität) sind seit der Finanzkrise besonders

erfolgreich. Von 2009 bis 2016 haben sie sich jedes Jahr um durchschnittlich 2,6 Prozentpunkte besser entwickelt als die Fonds aus dem ersten Quartil (und um 1,6 Prozentpunkte besser als die Fonds aus dem zweiten). Als 2013 bekannt wurde, dass die Fed ihre Anleihenkäufe zurückführen will und die Märkte in Aufruhr gerieten, verloren die Fonds aus dem vierten Quartil 3,8%. Die Fonds aus dem ersten Quartil (mit den höheren Ratings) gaben um 4,1% nach. In dieser Zeit, als man also vor allem höhere Zinsen fürchtete, halfen Unternehmensanleihen, das Zinsrisiko zu diversifizieren.

Aktuelle Risiko- und Ertragseigenschaften: 2009-2016



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse. Nur zur Illustration.

Quelle: Morningstar

Wir ordnen alle Fonds der Morningstar-Kategorie „Bond Fund Intermediate“ gleichgewichtet den vier Quartilen zu, und zwar auf der Grundlage ihrer gleitenden Dreijahreskorrelation mit dem S&P 500. Die Quartile werden monatlich angepasst. Gezeigt wird der maximale Verlust vom Höchst- bis zum Tiefststand.

Es ist nicht alles Gold, was glänzt

Die jüngsten Ergebnisse waren beeindruckend, aber einige Punkte mahnen zur Vorsicht. Erstens: Anleihenfonds mit großem Unternehmensanleihenanteil können zwar helfen, Zinsschocks abzufedern. Aber die Verluste durch eine schwache Aktienentwicklung können diesen Vorteil zunichten machen (vgl. Abbildung unten).

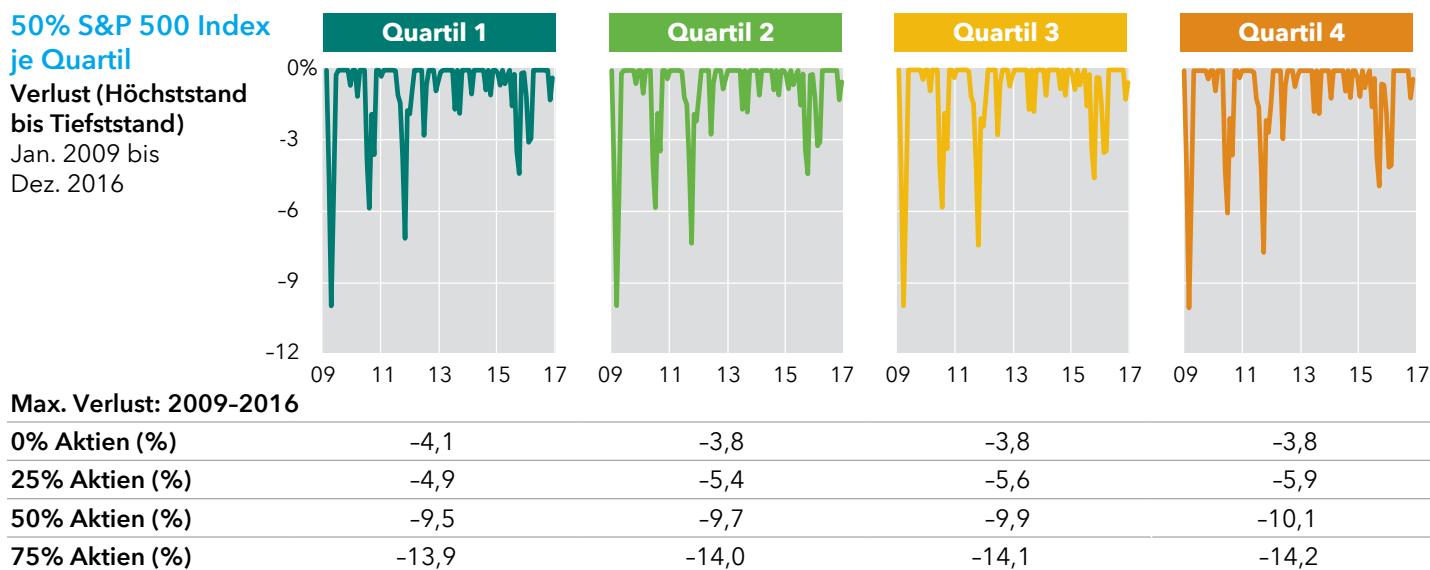
Für ein klassisches Portfolio mit mindestens 50% Aktien waren die Marktturbulenzen im Jahr 2013 aber kaum der Rede wert. Wirklich problematisch waren vielmehr das Ende

der Finanzkrise 2009, die Diskussionen über eine mögliche Herabstufung von US-Staatsanleihen 2011 und der schier endlose Rückgang der Ölpreise 2015. In diesen längeren und stärkeren Stressphasen verzeichneten mittelfristige Anleihenfonds mit niedrigen Durchschnittsratings höhere Verluste als Fonds, die in Qualitätsanleihen investiert waren - mit enormen Folgen für das Portfoliorisiko. Fonds mit Aktienquoten von 25% bis 75% hätten dann die größten Verluste verbucht, wenn ihr Anleihenteil in die Fonds mit den schwächsten Ratings (also aus dem vierten Quartil) investiert gewesen wäre.

Zweitens ist es zwar verlockend, die Zeit nach der Finanzkrise weiterzuschreiben, aber das ist kein voller Marktzyklus. Wenn wir die Uhr 20 Jahre zurückdrehen, bietet sich ein völlig anderes Bild. Während die Fonds mit den niedrigen Ratings (also aus dem untersten Quartil) recht stabil durch die Erholung der US-Wirtschaft gekommen sind, waren

sie in den vorhergehenden Jahren alles andere als ruhig. Während der Finanzkrise verloren die Fonds aus dem vierten Quartil 17%. Und seit 1997 lagen sie in 29 Zwölfmonatszeiträumen im Minus. Dagegen haben Qualitätsfonds aus dem obersten Quartil nur 4% verloren und lagen nur in 22 Zwölfmonatszeiträumen im Minus.

Maximaler Verlust eines hypothetischen Portfolios aus 50% Aktien und 50% Anleihen



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse. Nur zur Illustration. Der Index wird nicht gemanagt, und wir gehen von einer Wiederanlage der Dividenden/Ausschüttungen aus. Die Auswirkungen von Ausgabeaufschlägen, Provisionen, Kontogebühren, Kosten und Steuern sind nicht berücksichtigt. Anleger können nicht direkt in einen Index investieren. Gezeigt werden hypothetische Erträge, nicht die tatsächlichen Erträge eines Investors. Die Ergebnisse die Investoren, mit einem solchen Portfolio erzielen, können erheblich von den gezeigten abweichen.

Quelle: Morningstar

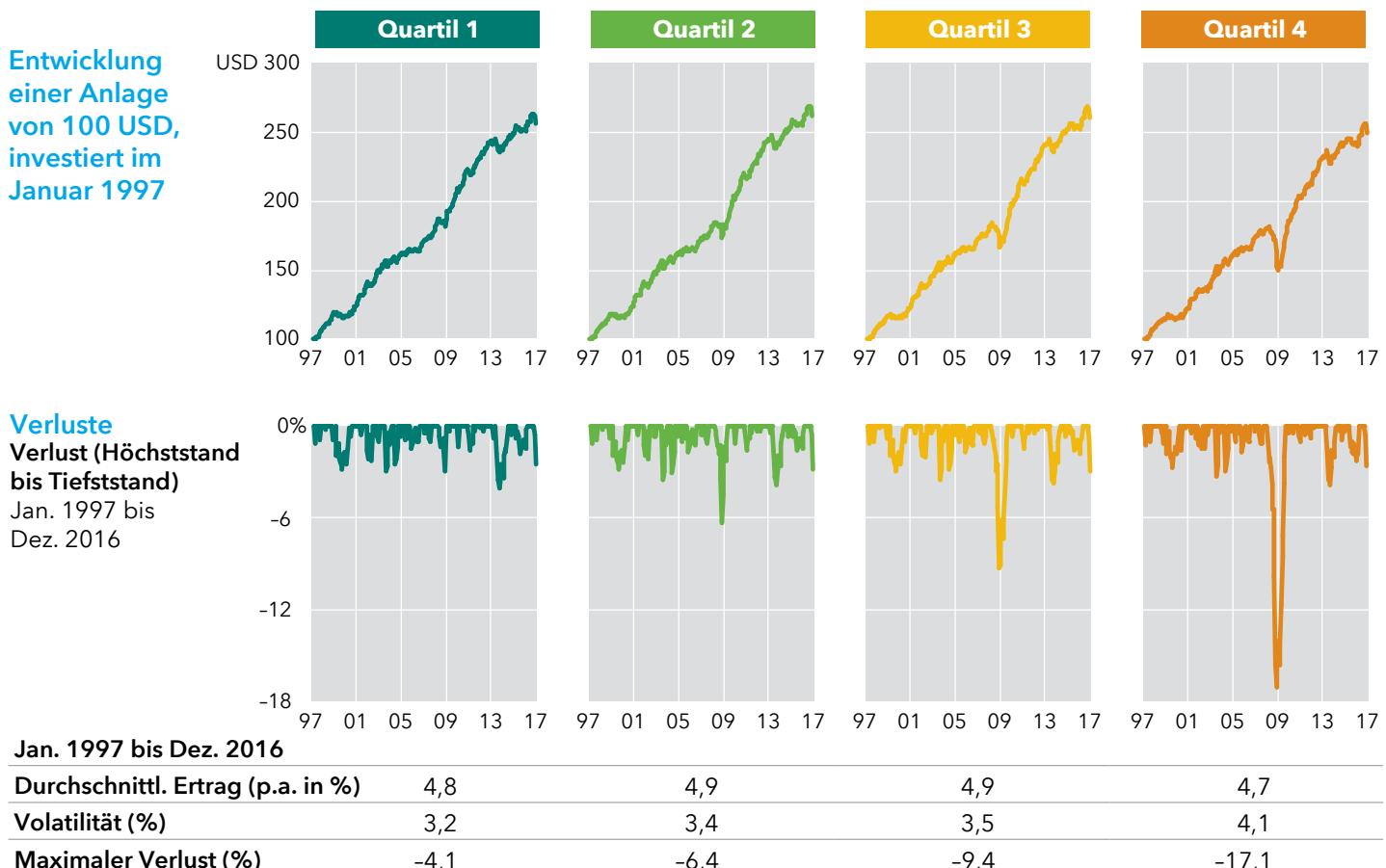
Wir ordnen alle Fonds der Morningstar-Kategorie „Bond Fund Intermediate“ gleichgewichtet den vier Quartilen zu, und zwar auf der Grundlage ihrer gleitenden Dreijahreskorrelation mit dem S&P 500. Die Quartile werden monatlich angepasst. Aktien gemessen am S&P 500 Index. Die Portfolios aus Aktien und Anleihen werden ebenfalls monatlich angepasst.

Grundsätzlich gilt also: In turbulenten Zeiten können sich die Spreads von Anleihen geringer Qualität aufgrund der Aussicht auf mehr Zahlungsausfälle und niedrigere Wiedereinbringungsquoten ausweiten. Außerdem sind sie dann erheblich illiquider. Deshalb können mittelfristige Anleihenfonds Ereignisrisiken und dem Risiko hoher Verluste ausgesetzt sein.

Wichtig ist auch, dass in Phasen hoher Verluste sämtliche zuvor erzielten Gewinne mit Fonds geringer Qualität wieder aufgezehrt wurden. In den letzten 20 Jahren haben sich die Fonds aus dem untersten Quartil schlechter entwickelt als die Fonds aus den anderen drei Quartilen – obgleich ihre Renditen

und ihre Volatilität am höchsten waren. Dieses Ergebnis gilt nicht nur für die jüngere Vergangenheit. Cornell und Green (1991)** haben die Wertentwicklung von Anleihenfonds in den Jahren 1960 bis 1989 untersucht. Sie haben herausgefunden, dass Fonds mit niedrigen Durchschnittsratings wenig Mehrertrag geboten haben, weil die Renditevorteile fast vollständig durch Marktkorrekturen aufgezehrt wurden. Gute Manager können durchaus Mehrwert erzielen. Grundsätzlich machen sich Manager von mittelfristigen Fonds, die zu größeren Teilen aus Unternehmensanleihen geringer Qualität bestehen, aber anfällig für unbekannte Risiken, um möglicherweise kurzfristig leicht positive Erträge zu erzielen.

Aktuelle Risiko- und Ertragseigenschaften: 1997-2016



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse. Nur zur Illustration.

Quelle: Morningstar

Wir ordnen alle Fonds der Morningstar-Kategorie „Bond Fund Intermediate“ gleichgewichtet den vier Quartilen zu, und zwar auf der Grundlage ihrer gleitenden Dreijahreskorrelation mit dem S&P 500. Die Quartile werden monatlich angepasst. Gezeigt wird der maximale Verlust vom Höchst- bis zum Tiefstand.

Anleihenfonds sollten sich wie Anleihenfonds verhalten

Diese Ergebnisse zeigen, wie wichtig Anleihenstrategien für die Diversifikation und Risikobegrenzung des Gesamtportfolios sind. Investoren sollten die Korrelation ihrer Anleihenfonds mit Aktien im Auge behalten und vorsichtig sein, wenn ein Anleihenfonds anfängt, sich ähnlich zu verhalten wie Aktien. Höhere laufende Erträge sind zwar verlockend, aber Fonds, die durch Wertpapiere geringerer Qualität regelmäßig hohe Erträge erzielen, können auf Dauer nur schwer erfolgreich sein. Berater sollten die Quellen der Erträge ihrer Anlagen betrachten. Portfoliomanager, die durch die Steuerung der Zinsstruktur und die Auswahl von Investmentgrade-Emittenten Mehrertrag erzielen können, können sehr wichtig für ein Kundenportfolio sein. Aus unserer Sicht besteht die Aufgabe eines Anleihenportfolios in der Diversifikation gegenüber Aktien, der Erzielung laufender Erträge, dem Kapitalerhalt und dem Schutz vor Inflation.

Deshalb ist es wichtig, ein ausgewogenes Anleihenportfolio zu haben – mit Strategien, die diese Ziele erreichen können. Wer sich nur auf laufende Erträge konzentriert und Kompromisse bei der Diversifikation gegenüber Aktien macht, kann ungewollte Risiken eingehen, sowohl auf der Strategieebene als auch bei der Asset-Allokation.

Heute ist diese Erkenntnis möglicherweise besonders wichtig. Seit dem Ende der Finanzkrise sind die Credit-Spreads erheblich enger geworden. Zugleich sind die Emissionsbedingungen von Anleihen weniger streng. Deshalb könnten High-Yield- und Investmentgrade-Anleihen mit niedrigeren Ratings bei der nächsten Aktienmarktkorrektur hohe Verluste erleiden. Bevor es dazu kommt, sollten Investoren über eine Umschichtung in Anleihenfonds nachdenken, die sich auch wirklich wie Anleihenfonds verhalten.

**Bradford, Cornell und Kevin Green, 1991, „The investment performance of low-grade bond funds“, Journal of Finance 46, S. 29-48.

Anleihen mit niedrigeren Ratings unterliegen stärkeren Wertschwankungen und sind mit einem höheren Kapitalverlustrisiko verbunden als Anleihen mit höheren Ratings.

Die Rückzahlung des Nominalwerts von Anleihenfonds und Fonds mit hohen Anleihenquoten ist nicht garantiert. Fondsanteile unterliegen den gleichen Zins-, Inflations- und Kreditrisiken wie die Anleihen, in die sie investiert sind.

Der S&P 500 ist ein marktkapitalisierter Index, der aus etwa 500 besonders beliebten Aktien besteht. Der Index wird nicht gemanagt und geht von einer Wiederanlage der Dividenden/Ausschüttungen aus. Die Auswirkungen von Ausgabeaufschlägen, Provisionen, Kontogebühren, Kosten und US-Einkommensteuern sind nicht berücksichtigt.

Anleihenratings, die im Allgemeinen von AAA/Aaa (höchstes Rating) bis D (niedrigstes Rating) reichen, werden von Ratingagenturen wie Standard & Poor's, Moody's und/oder Fitch als Einstufung der Kreditwürdigkeit eines Emittenten vergeben.

© 2018 Morningstar, Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen sind (1) Eigentum von Morningstar und/oder seinen Contentprovidern, dürfen (2) weder kopiert noch verbreitet werden, und es gibt (3) keine Garantie, dass sie vollständig, korrekt oder aktuell sind. Weder Morningstar noch seine Contentprovider übernehmen die Verantwortung für Schäden oder Verluste, die durch eine Nutzung dieser Informationen entstehen. Die Performance der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften. Diese Angaben dienen nur der Information. Sie sind kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Kauf oder zum Verkauf der hier erwähnten Wertpapiere.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.
- Wert und Ertrag von Anlagen können schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurück erhalten.
- Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.
- Wenn Ihre Anlagewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominiert sind, verliert Ihre Anlage an Wert.
- Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.

Dieses Dokument wurde von Capital International Limited, einem von der UK Financial Conduct Authority genehmigten und regulierten Unternehmen, erstellt. Capital International Limited ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Das Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren und bildet keine Grundlage für Privatanleger. Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Quellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Sie sind weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

Für Deutschland: Capital International Limited unterliegt in Deutschland über seine Niederlassung der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). © 2018 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. CR-316509 STR DE (DE AT)