

ANLEIHEN- INVESTMENTS

*haben im
Niedrigzinsumfeld
an Bedeutung verloren.*

*Trotzdem
setzen viele
weiter auf Anleihen
– etwa zur*

RISIKOSTEuerung.

STOßDÄMPFER

finn

Portfolio

*Wie setzen Manager, die in der Allokation keinen
Zwängen unterliegen, diese Anlageklasse ein?*



Über Jahre war eine Allokation mit 60 Prozent Aktien und 40 Prozent Anleihen in vielen Ländern der Standard. Aufgrund des jahrelangen Niedrigzinsumfelds ziehen Anleger die Rolle von Anleihen für den Vermögensaufbau aber zunehmend in Zweifel. Wer von Berufs wegen in Renten anlegt und gleichzeitig Zinsen braucht, wird in immer riskantere Ecken des Marktes gedrängt. Selbst die Diversifikationsfunktion erfüllen Anleihen nur noch bedingt. Im Covid-Crash im Frühjahr des vergangenen Jahres wurden US-Staatsanleihen genauso wie Aktien abverkauft.

Für Peter Westaway, Vanguard Chief Economist Europe und Leiter der Investment Strategy Group Europe, und Giulio Renzi-Ricci, Senior Investment Strategist bei Vanguard Europe, war das aber eine Ausnahme. Im Großen und Ganzen haben Staatsanleihen demnach weiterhin eine „Stoßdämpfer“-Rolle bei Panik-Verkäufen. Laut einer Studie, die sie Anfang des Jahres veröffentlichten, besteht nur in 29 Prozent der Fälle eine positive Korrelation von Staatsanleihen zu anderen Anlageklassen. Und selbst die ist meist nur von kurzer Dauer.

Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt ihre Kollegin Chris Hofmann, Senior ETF Specialist bei Vanguard, die sich speziell mit zehnjährigen Bundesanleihen beschäftigt. Deren Kurs stieg im Frühjahr 2020 und hatte somit eine geringe Korrelation zu deutschen Aktien und deutschen Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Bonität – und zwar trotz Minuszinsen. „Tatsächlich wurde die Gegenbewegung von Bundesanleihen gegenüber Aktien sogar stärker, je weiter die Zinsen unter null fielen“, schreibt Hofmann in seiner Analyse (siehe Grafik).

Julia Rees, Head of Portfolio Strategy, EMEA und AeJ, Strategic Advisory Solutions bei Goldman Sachs Asset Management, kommt in einer Ende 2020 veröffentlichten Studie zu einem ähnlichen Ergebnis. Papiere mit geringer Volatilität seien bei der Kern-Allokation weiterhin ein wichtiges strategisches Risikomanagement-Instrument: „Wie wir zur Überraschung mancher zeigen werden, scheint diese Eigenschaft unabhängig vom Ausgangsniveau der Zinsen zu sein.“

Je nach Fondskonzept haben Manager defensiver oder ausgewogener Mischfonds ohnehin nicht die Wahl, auf eine signifikante Anleihe-Allokation zu verzichten. Wir haben hier deshalb Mischfonds-Manager gefragt, die ihren Anleiheanteil freier bestimmen können. ●

BERT FLOSSBACH
Flossbach von Storch



Unser anlagestrategisches Weltbild geht schon seit vielen Jahren von dauerhaft niedrigen Zinsen aus. In einem solchen Umfeld bieten unseres Erachtens vor allem liquide Sachwerte wie Aktien attraktive Möglichkeiten für langfristige Vermögen. Negative Renditen bei Staatspapieren, Nullrenditen bei Unternehmensanleihen guter Bonität und magere Renditen bei Anleihen mit schwacher Bonität sind hingegen nicht der Stoff, aus dem die Träume eines Anleiheinvestors gemacht sind – zumindest dann nicht, wenn er oder sie plant, die Anleihe bis zur Fälligkeit zu halten. Und die

Zinsen werden angesichts der hohen Verschuldung in den Industrieländern wohl noch einige Zeit niedrig bleiben müssen.

Zinslose Staatsanleihen höchster Bonität können nicht mehr als Quelle kalkulierbaren Einkommens verstanden werden, sondern sind allenfalls noch als Versicherung für den Fall eines wirtschaftlichen Einbruchs oder anderer Extremrisiken von Relevanz. Damit treten sie in Konkurrenz zu Gold, das aber langfristig einen besseren Inflationsschutz bietet, der kurzfristig mit höheren Preisschwankungen erkaufte wird.

Wir investieren opportunistisch in Anleihen: Wenn man alle Möglichkeiten sehr aktiv nutzt, die die Anlageklasse bietet, gibt es Chancen. Im Flossbach von Storch – Multiple Opportunities waren wir im Gegensatz zu 2020, als der Crash nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie die Weltmärkte in Atem hielt, Mitte Juli nicht in Anleihen investiert. Das ist aber eine Momentaufnahme und keine Grundsatzentscheidung. Wir halten langfristig an der Ansicht fest, unsere global ausgerichteten Vermögen sinnvoll über Anlageklassen, Währungen und Titel zu diversifizieren. ●

KLAUS KALDEMORGEN
DWS



Anleihen sind nach wie vor ein wichtiger Bestandteil eines Mischfonds-Portfolios. Ihre Funktion als Ertragsquelle ist allerdings stark eingeschränkt. Im Wesentlichen werden Anleihen gehalten, um das Risiko eines Fonds innerhalb einer angestrebten Zielgröße zu halten. Ein positiver Ertrag ist angesichts des derzeitigen Zinsniveaus kaum noch zu erreichen. Deshalb sehen wir Anleihen eher als Ersatz für die Kasseposition eines Fonds. Da Bargeld-Bestände in Euro aktuell negativ verzinst werden, lässt sich mit Anleihen zumindest ein negativer Ertrag vermeiden.

Da der zu erwartende Ertrag der Anleihen aber im Bereich von Null liegt, sollte auch das mit der Anleiheposition eingegangene Risiko nicht deutlich größer sein. Vor allem das Zinsänderungsrisiko bei langen Laufzeiten sollte vermieden werden. Daher bietet sich der Kauf von Anleihen mit kurzer Laufzeit von bis zu zwei Jahren an, wie sie beispielsweise von öffentlichen Einrichtungen ausgegeben werden. Längere Laufzeiten können über Short-Positionen in langlaufenden US-Anleihen abgesichert werden.

Angesichts steigender Inflationsraten kann man durch eine negative Duration der Fonds vom Renditeanstieg bei langen Laufzeiten profitieren. Auch das Kreditrisiko von Anleihen, besonders im Hochzinssegment, sollte vermieden werden. Der Ertrag bietet momentan keine angemessene Kompensation für die Risiken in diesem Markt. Hingegen sind Währungsrisiken angesichts der vielfach positiven Zinsdifferenz von Fremdwährungsanleihen gegenüber in Euro ausgestellten Papieren unumgänglich. Währungsrisiken, vor allem aus Engagements in US-Dollar, lassen sich im Fondskontext aber separat betrachten und bewerten. Da der Greenback als Krisenwährung gilt, können Kursschwächen am Aktienmarkt durch Dollar-Positionen teilweise kompensiert werden. ●

MARC PROFITLICH

ProfitlichSchmidlin



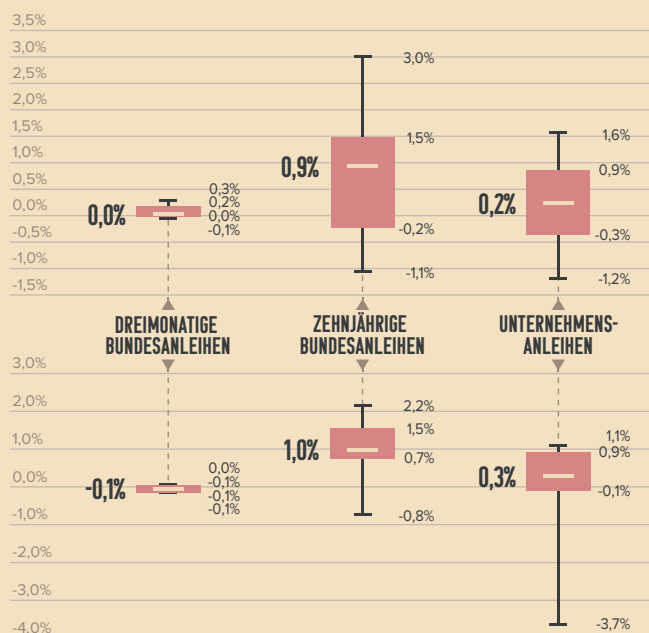
Die klassische Anleihenkomponente eines Mischfonds kann angesichts von Nullzinsen nicht mehr als stabilisierende Säule fungieren. Die Frage ist also, wie diese Komponente ersetzt werden soll. Im ProfitlichSchmidlin Fonds bilden Sondersituationen die stabilisierende Säule – bei Aktien und bei Anleihen. Mit diesem Fokus ist der Fonds auch im aktuellen Umfeld in der Lage, aufgrund der Expertise des Fondsberaters bei zumeist rechtlich geprägten Sondersituationen einen positiven und unkorrelierten Renditebeitrag zu erzielen.

Bei Aktien-Sondersituationen, welche aufgrund des regen Übernahme- und Fusionsumfelds zurzeit reichlich vorhanden sind, ist das Verlustpotenzial in der Regel durch vorliegende Übernahme- und Abfindungsangebote wirksam begrenzt und Gewinnpotenzial aus Garantiedividenden und beispielsweise Nachbesserungen vorhanden. Bei Anleihen-Sondersituationen sind die Opportunitäten angesichts niedriger Kredit-Spreads derzeit rar.

Fündig werden wir beispielsweise bei Wandelanleihen, die nahe des Bondfloors notieren, also nahe eines Kursniveaus, bei dem der Optionskomponente kaum mehr Wert beigemessen wird. Viele dieser Wandelanleihen zeichnen sich durch diverse attraktive Prospektbesonderheiten aus, die sich beispielsweise im Fall von hohen Ausschüttungen oder Übernahmen auszahlen. Gerade im aktuellen Umfeld ist es also notwendig, genauer hinzuschauen und Wege abseits der eingetretenen Pfade zu verfolgen. ●

STABILITÄT TROTZ MINUSZINSEN

Die obere Grafik zeigt die Verteilung monatlicher Renditen für Phasen, in denen die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen bei oder über null Prozent lagen. Die untere Grafik zeigt die Verteilung, wenn deren Renditen unter null Prozent lagen. Der weiße Querbalken zeigt den Median, der rote Block den Raum zwischen dem oberen und unterem Quartil, der schwarze Längsstrich reicht von der 5. bis zur 95. Perzentile.



QUELLE: Bloomberg, Vanguard

FABIAN LEUCHTNER

Aguja Capital



Wie bei jedem Investment stellt sich auch bei Anleihen die Frage nach dem Chance-Risiko-Verhältnis. In der Regel definieren sich Chance und Risiko bei Anleihen neben der laufenden Verzinsung über Veränderungen des allgemeinen Zinsumfelds und des spezifischen Kreditrisikos. Im aktuellen Umfeld erachten wir beide Komponenten eher als Risiko und weniger als Chance.

Der Zins wird nicht nur am kurzen Ende massiv von den Zentralbanken manipuliert und befindet sich auf niedrigem Niveau. Auch wenn signifikante Zinsanstiege kaum denkbar sind, da die Refinanzierung der Staatsschulden dann kaum noch zu bewältigen wäre, sehen wir mit potenziell aufkommender Inflation durchaus mehr Risiko als Chance bezüglich des Zinsumfeldes. Auch die aktuell eingepreisten Kreditrisiken sind unserer Meinung nach auf einem (zu) niedrigen Niveau.

Aus diesem Grund investiert der von uns beratene Fonds Squad Aguja Opportunities aktuell kaum in klassische Senior-Anleihen. Allerdings gibt es durchaus noch spannende Investmentmöglichkeiten im Anleihe-Sektor: Im Bereich der Hybridanleihen mit attraktiven, individuellen Prospektbedingungen oder auch der Wandelanleihen finden wir nach wie vor spannende Chancen. Letztere bieten die Möglichkeit, an steigenden Aktienmärkten zu partizipieren, ohne das volle Aktienrisiko eingehen zu müssen.

Unserer Meinung nach sollte ein moderner Mischfonds einen dynamischen, agilen Ansatz verfolgen und Chancen dort nutzen, wo es sie gibt – und nicht bestimmte Quoten erfüllen müssen, obwohl diese für das jeweilige Umfeld möglicherweise überhaupt nicht attraktiv sind. ●

UWE RATHAUSKY

Gané



Seit Jahren halten die Notenbanken die Leitzinsen niedrig. Und sie kaufen im großen Stil Anleihen, um auch die Renditen auf niedrigem Niveau zu halten. Das Ergebnis ist eine Kombination aus minimalen Renditeerwartungen und hohen Risiken. In der Breite des Anleihenmarktes sollte man aktuell nicht mehr investieren, möchte man sein Kapital real erhalten.

Als Mischfonds-Konzept ist die bloße Diversifikation über Asset-Klassen hinweg als Mittel der Risikovermeidung nicht mehr ausreichend. Vielmehr sollte man die Flexibilität nutzen, die sich einem bietet. Entsprechend befanden wir uns Ende Juli im Risk-off-Modus und haben nur noch acht Prozent des Fondsvolumens in Anleihen allokiert.

Wir investieren nur noch punktuell in Anleihen, wenn sich einzelne Unternehmen in einer besonderen Situation befinden. Und wir kaufen kurzlaufende Fremdwährungsanleihen supranationaler Institutionen als Geldmarktersatz, um Liquidität zu parken. Ohne Fleisch auf dem Knochen gehen wir kein Durations-, Adressenausfall- und auch kein Liquiditätsrisiko ein. Wir halten lieber unser Pulver trocken und warten, bis die Risikospreads wieder aufgehen. ●