

Schöne neue Anleihenwelt



Im Überblick

- Die extrem lockere Geldpolitik der letzten zehn Jahre ließ die Anleihenrenditen deutlich fallen. Um die gleiche Rendite zu erzielen wie zuvor, mussten Anleger wesentlich höhere Risiken eingehen. Wegen der niedrigen Inflation konnten sich die Notenbanken auf die Sicherung der Finanzmarktstabilität konzentrieren.
- Aber jetzt normalisiert sich die Geldpolitik. Die meisten Notenbanken haben das Quantitative Easing (QE) und die Nullzinspolitik beendet. Zinsen und Marktvolatilität sind gestiegen. Umso wichtiger wird die Portfoliodiversifikation.
- Anleihen können daher jetzt wieder eine wichtigere Rolle spielen: Im Portfolio können sie für Kapitalschutz, Diversifikation und laufenden Ertrag sorgen. Internationale Investmentgrade-Unternehmensanleihen leisten das zurzeit am besten.

Nach der internationalen Finanzkrise 2008 wurde weniger in Anleihen investiert. Zehn Jahre lang waren die meisten Anleger hier untergewichtet. Als dann 2022 die Inflation anzog, endete die lange Phase der expansiven Geldpolitik. Deshalb müssen Anleger die Rolle von Anleihen im Portfolio jetzt neu bewerten, auch langfristig.

In dieser Studie erklären wir, warum Anleihen unserer Ansicht nach einem Portfolio nützen können und was das neue Marktumfeld für Anleihen bedeutet.

Zehn Jahre Jagd nach Rendite

Nach der internationalen Finanzkrise senkten die großen Notenbanken ihre Zinsen, um die Konjunktur zu stützen. Da das Wachstum aber einfach nicht zunehmen wollte und die Inflation niedrig oder sogar negativ war, musste die Geldpolitik zu ungewöhnlichen Maßnahmen greifen, etwa zum Quantitative Easing.

Für die Finanzmärkte hatte das drei Konsequenzen:

1. **Anleger mussten höhere Risiken eingehen**, da die Renditen wegen des Quantitative Easings immer weiter fielen. Auch Assetklassen, die die Notenbanken nicht kauften, Aktien etwa oder Private Credit, legten daher immer weiter zu.
2. **Die Anleihenrenditen wurden sehr niedrig**. Zeitweise lagen die deutschen Renditen in allen Laufzeitbereichen unter null, und der Bund konnte negativ verzinsliche Anleihen begeben. Weil die laufenden Erträge so niedrig waren, ließen sich Kursverluste kaum noch abfedern.
3. **Die Inflation blieb hartnäckig niedrig, sodass man in den Industrieländern von einer langfristigen Deflation sprach**. Es entstand der Eindruck, dass nicht mehr Preisstabilität, sondern Finanzmarktstabilität das wichtigste Ziel der Notenbanken war.

Die sehr niedrigen Erträge risikoarmer Assetklassen und der Eindruck, dass die Notenbanken den Markt zur Not stützen, machte wirklich defensive Anlagen in einem gemischten Portfolio überflüssig.

Wie wurden Anleihen in den letzten zehn Jahren in der Asset-Allokation eingesetzt?

Als die Anleihenrenditen fielen, hielten viele Investoren das Risiko-Ertrags-Profil klassischer Anleihen für unausgewogen. Interessanter schienen ihnen Credits. Sie wurden daher übergewichtet, während man zugleich auf eine unterdurchschnittliche Duration setzte – und das, obwohl das den Erträgen wegen der immer weiter fallenden Renditen alles andere als zuträglich war.

2022 war dann alles anders

Als Quantitative Easing und Nullzinspolitik weltweit beendet wurden und die Zinsen ebenso stiegen wie die Volatilität, mussten Anleger ihre defensiven Positionen überdenken. Was in den 2010er Jahren gut funktioniert hat, schien sich für die 2020er und die Zeit danach eher nicht zu eignen.

Die nachhaltige Rückkehr der Inflation ist für die Notenbanken eine Herausforderung, müssen sie doch Preis- und Finanzstabilität miteinander in

Einklang bringen. Wenn die Konjunktur nachlässt und die Kurse fallen, werden sie jetzt längst nicht mehr so bereitwillig intervenieren wie früher.

Die Notenbanken hatten ihre Bilanzen in den 2010ern und in der Coronazeit massiv ausgeweitet, da sie die Konjunktur stimulieren und eine Deflation verhindern wollten. Jetzt blasen sie zur Wende und verringern ihre Bilanzsummen durch Quantitative Tightening (QT). Wenn aber so große Anleihenkäufer wegfallen, fehlt ein wesentlicher Faktor, der seit der internationalen Finanzkrise für niedrige Renditen gesorgt hat.

Im Grunde handelt es sich dabei aber nur um eine Normalisierung der Geldpolitik nach den außergewöhnlichen 2010ern und frühen 2020ern, als die Notenbanken massiv intervenierten und man sich an Finanzrepression gewöhnen musste. Wir glauben deshalb, dass das neue Regime Bestand hat und sich die Geldpolitik auf absehbare Zeit nicht erneut grundlegend ändert. Die defensiven Eigenschaften klassischer Anleihen könnten für sicherheitsbewusste Investoren wieder interessant sein.

Die Rollen von Anleihen im Einzelnen

1. Kapitalschutz

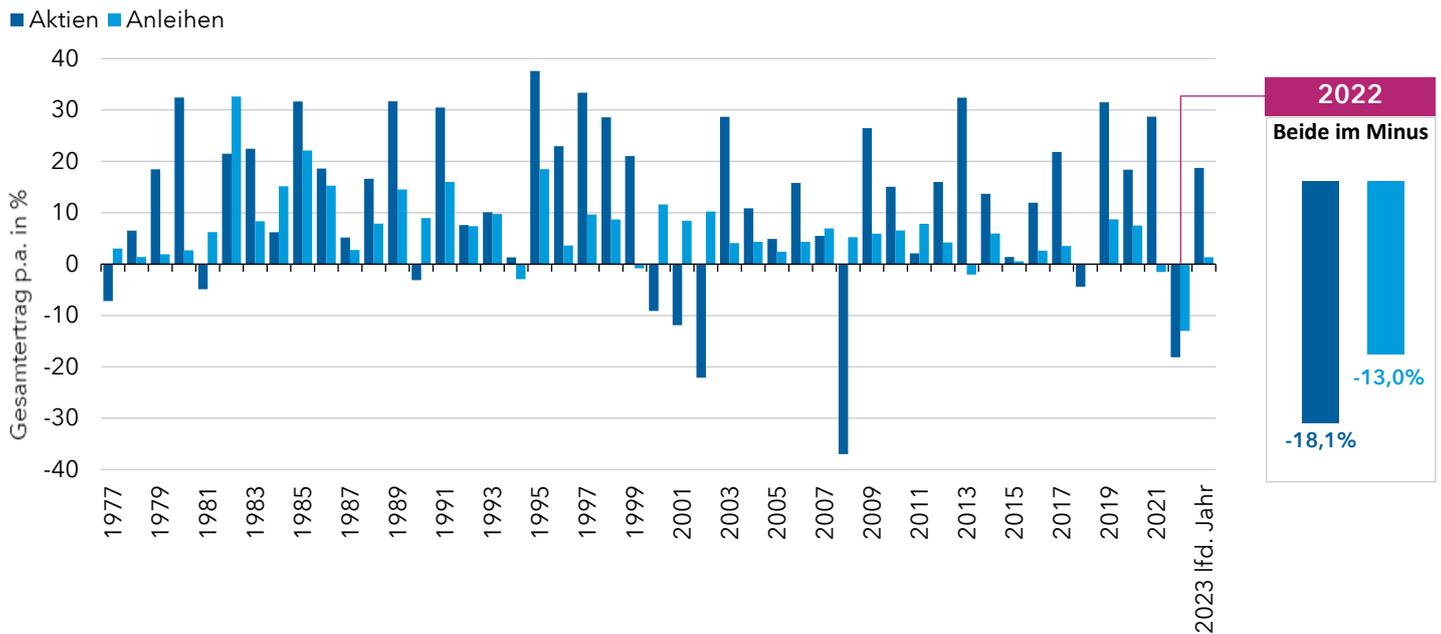
Wer in Anleihen investiert, muss beurteilen, ob ein Emittent seinen vertraglichen Zins- und Rückzahlungsverpflichtungen voraussichtlich nachkommt. Die Kreditqualität einer Anleihe hängt sowohl von den Fundamentaldaten des Emittenten, als auch vom Rang der Anleihe in der Kapitalstruktur ab.

Durch den Renditeanstieg seit 2022 kann man jetzt auch mit höherwertigen Anleihen angemessenen laufenden Ertrag erzielen. Dadurch werden Anleihen zu einer wesentlich interessanteren defensiven Anlage. Wichtig ist aber, dass man sich nicht allein auf das Kreditrating verlässt, sondern selbst umfassende Analysen vornimmt. Nur dann kann man die Besonderheiten der Emittenten wirklich verstehen.

2. Diversifikation von Aktienportfolios

Anleger erwarten von Anleihen Gewinne, wenn die Aktienkurse unter Druck geraten. Die zunehmende Korrelation zwischen Aktien und Anleihen ließ aber Zweifel daran aufkommen, ob sie das wirklich noch leisten. Natürlich gab es immer wieder Zeiten mit einer positiven Korrelation zwischen den beiden Assetklassen. Aber das waren Ausnahmen, vor allem bei fallenden Märkten. Wie die folgende Abbildung zeigt, war 2022 das einzige der letzten 45 Jahre, in denen Aktien und Anleihen gleichzeitig an Wert verloren haben und Anleger mit beiden Assetklassen Verluste hinnehmen mussten.

2022 war ein außergewöhnliches Jahr - mit einer positiven Korrelation von Aktien und Anleihen



Stand 31. August 2023. Aktien: S&P 500 Total Return Index. Anleihen: Bloomberg US Aggregate Index. Quelle: Bloomberg

Ein Grund dafür, dass sich Anleihen zur Diversifikation eignen, ist ihre Duration. Wenn die Konjunktur nachlässt, geraten Aktien meist unter Druck. Weil die Notenbanken dann aber in der Regel die Geldpolitik lockern und Anleihen zinsensitiv sind – nichts anderes bildet die Duration ab – legen ihre Kurse zu. Nicht anders ist es bei Aktienmarkturbulenzen: Qualitätsanleihen, vor allem längerlaufende, liegen dann meist im Plus, weil Anleger sichere Häfen suchen. Das ist selbst bei sehr niedrigen oder negativen Renditen der Fall.

Wenn hingegen die Inflation extrem steigt (etwa bei einem sehr hohen Wirtschaftswachstum), erhöhen die Notenbanken in der Regel die Zinsen. Für Anleihen ist das schlecht, aber die Verluste würden in einem normalen Marktumfeld durch die Coupons zumindest teilweise ausgeglichen.

Aber 2022 war anders, weil die Einstiegsrenditen von Anleihen extrem niedrig waren und die Notenbanken die Zinsen so schnell erhöhten, dass die Couponerträge die Kursverluste nicht abfedern konnten. Das war eine eher ungewöhnliche Konstellation. Jetzt, wo wir uns der Konjunkturwende nähern, dürften Anleihen von ihrer Duration aber wieder profitieren, weil sich die Korrelationen vermutlich normalisieren.

Ein Anleihenportfolio sollte unserer Ansicht nach daher eine ausreichende Duration haben, um wirklich defensiv zu sein.

3. Laufender Ertrag

Anders als Aktien bieten Anleihen in der Regel berechenbare Erträge in Form vorab festgelegter Coupons. Bei schwankenden Kursen ist zwar auch die Rendite volatil, aber die Coupons ändern sich normalerweise nicht und sorgen deshalb für stetigen laufenden Ertrag.

Nach dem weltweiten Anleiheverkauf 2022 sind die Einstiegsrenditen jetzt wesentlich höher. Daher sind auch höhere Erträge zu erwarten, vor allem laufende, die künftige Kursverluste jetzt auch wesentlich besser abfedern

können. Anleger müssen daher auch keine so hohen Risiken mehr eingehen, um ihre Ertragsziele zu erreichen. Sie können die Risiken ihrer Anleihenportfolios jetzt senken.

Wenn die Notenbanken die Zinserhöhungen beenden und die Leitzinsen auf dem derzeitigen hohen Niveau lassen, würde man mit Anleihen weiterhin hohe Renditen erzielen. Und wenn die Notenbanken die Zinsen senken, würden Anleiheninvestoren zusätzlich von Kursgewinnen durch fallende Zinsen profitieren.

Kerninvestments für morgen

Eine defensive Anlage muss dreierlei bieten: Kapitalschutz, Diversifikation und laufenden Ertrag. Wir glauben, dass internationale Investmentgrade-Unternehmensanleihen hier zurzeit die interessanteste Kombination bieten.

Das liegt nicht allein daran, dass ihre Renditen in der Regel höher sind als die von Qualitäts-Staatsanleihen. Hinzu kommt, dass sich die Marktstruktur etwas verändert hat. Die Duration des internationalen Investmentgrade-Index ist in den letzten Jahrzehnten gestiegen (Abbildung unten). Vor allem in den letzten zehn Jahren legte sie kräftig zu, weil Unternehmen längerlaufende Titel begaben und sich so für längere Zeit niedrige Renditen sicherten. Sie taten dies in einer Zeit, als die Nachfrage hoch war, weil so viel Liquidität zur Verfügung stand. Durch den starken Renditeanstieg seit Anfang 2022 ist die Duration zwar etwas gefallen, doch ist die durchschnittliche Duration internationaler Investmentgrade-Unternehmensanleihen noch immer ein Jahr höher als Anfang 2010.

Die Duration internationaler Unternehmensanleihen ist im Laufe der Zeit gestiegen



Stand 31. Juli 2023. Quelle: Bloomberg

Weil es sich um einen weltweiten Markt handelt, steht Investoren auch ein wesentlich größeres Anlageuniversum zur Verfügung. Dadurch verbessern sich die Aussichten auf Couponerträge und Kursgewinne, Liquidität und Diversifikation.

Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften. Die zur Verfügung gestellten Informationen erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und stellen keine Beratung dar.

Dieses Dokument, herausgegeben von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sofern nicht anders angegeben, dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen 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. Diese Kommunikation ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

In Deutschland ist CIMC über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

In der Schweiz wird diese Mitteilung von Capital International Sàrl (autorisiert und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA)), einer Tochtergesellschaft der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), herausgegeben.

© 2023 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **WF4858579 M DE AT CH (DE) P**