

Juni 2023

Standpunkt

Rückkehr in die Zinsnormalität – Die Renaissance von Rentenanlagen

Verfasserin: Desiree Sauer, Vice President, Investment-Strategin

Verfasser: Michael Weidner, Director, Portfoliomanager/Analyst

Editor: Werner Krämer, Managing Director, Macro-Economic Analyst

©2023. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Neue Mainzer Straße 75, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten.

Dieses Dokument gibt die Ansicht von Lazard Asset Management LLC oder verbundener Unternehmen („Lazard“) wieder und beruht auf Informationen, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als verlässlich eingeschätzt wurden. Es kann jedoch keine Zusicherung gegeben werden, dass geäußerte Prognosen oder Annahmen tatsächlich eintreten. Dieses Dokument wird von Lazard Asset Management LLC oder verbundenen Unternehmen („Lazard“) ausschließlich für informative Zwecke zur Verfügung gestellt. Keine Aussagen in diesem Dokument stellen eine Anlageberatung oder eine Empfehlung zum Handel eines Wertpapiers, Derivates, Sachwertes oder sonstigen Vermögenswerten oder einer Investmentdienstleistung dar. Anlagen in Wertpapiere, Derivate und Sachwerten enthalten Risiken, die sich unter anderem in Preisschwankungen äußern und zu Verlusten führen können. Bestimmte Vermögenswerte, die in Lazards Portfolios gehalten werden, insbesondere im Falle sogenannter Alternativer Investmentfonds, enthalten höhere Risiken und die Wertschwankungen können größer ausfallen als bei anderen Vermögenswerten. Dementsprechend können einzelne Vermögenswerte nur an weniger liquiden oder effizienten Märkten gehandelt werden, was die Wertentwicklung der Portfolios negativ beeinflussen kann. Die vergangene Wertentwicklung erlaubt keine Prognose der zukünftigen Wertentwicklung. Alle Ansichten, die hier geäußert wurden, können sich jederzeit ändern und von denen anderer Mitarbeiter von Lazard abweichen.

Dieses Dokument darf nur durch Personen zur Kenntnis genommen werden, die sich in einem Land aufhalten, in welchem die Verbreitung dieses Dokuments im Einklang mit dem örtlichen Recht zulässig ist und im Einklang steht mit den von Lazard gehaltenen lokalen Registrierungen. Bitte informieren Sie sich auf www.lazardassetmanagement.com über die jeweiligen Gesellschaften der Lazard Gruppe, die dieses Dokument herausgegeben haben, und den Umfang der jeweiligen erlaubten Tätigkeiten.

Rückkehr in die Zinsnormalität – Die Renaissance von Rentenanlagen

- Um im Rentenbereich eine auskömmliche Rendite zu erwirtschaften, sind Anleger nicht mehr gezwungen, die Risikoleiter hochzuklettern. Selbst der Investment Grade-Bereich eröffnet mittlerweile wieder attraktive Anlagemöglichkeiten. Allerdings sind Anleger angesichts der immer noch hohen Inflationszahlen verunsichert – „Lohnen sich Zinsanlagen oder ist der Kaufkraftverlust doch zu hoch?“
- Festzuhalten ist, dass die Realrenditen auf Grundlage der aktuellen Inflationsraten zwar noch niedrig oder (leicht) negativ, auf Grundlage der Inflationserwartungen aber wieder attraktiv sind. Ohnehin steht bei vielen institutionellen Anlegern nicht die Realrendite, sondern die Deckung der langfristigen Verbindlichkeiten im Fokus. Die aktuellen Niveaus decken diese.
- Im Hinblick auf das aktuelle Umfeld bietet es sich aus unserer Sicht an, ein Portfolio aufzubauen, welches sich auf Anleihen hoher Qualität und mit einer kurzen Duration fokussiert. Auch ein Total Return-Ansatz erscheint uns vorteilhaft.
- Die Renditekompensation für das Halten länger laufender Anleihen (Laufzeitenprämie) ist zurzeit negativ. Das heißt, Anleger werden nicht für das Halten dieser Anleihen kompensiert. Das macht Anleihen mit kurzer Duration im Vergleich attraktiver. Darüber hinaus können die Verluste und Volatilität bei potenziell hartnäckiger Inflation und weiter steigenden Zinsen geringgehalten werden.
- Im Zuge niedriger bzw. negativer Leitzinsen und aggressiver Zentralbankkäufe hatten Qualitätsanleihen ihren „natürlichen“ Platz in der Vermögensallokation eingebüßt. Andere Anlageklassen wurden herangezogen, um dieses Vakuum „künstlich“ zu füllen, wobei in aller Regel Kompromisse bei Liquidität, Volatilität oder Qualität akzeptiert werden mussten. Die Zeit der Kompromisse ist nun zu Ende.
- Neben der guten Renditeniveaus spricht auch das aktuelle wirtschaftliche Umfeld für Qualitätsanleihen. So könnten insbesondere risikoreichere Emittenten (High Yield) durch die strikteren Finanzierungsbedingungen stark unter Druck geraten.
- Der Einsatz von Benchmarks bei Renteninvestment weist einige Vor- aber auch Nachteile auf. Auf der positiven Seite ist zu erwähnen, dass die geläufigen Indizes eine breite Abdeckung in Bezug auf Regionen, Währungen und Segmente bieten. Auf der negativen Seite stehen (1.) die wachsende Gewichtung hoch verschuldeter Emittenten, (2.) die Gewichtung von Emissionen, deren Verzinsung gefallen und damit deren Kurs gestiegen ist und (3.) die ungewollte, durch eine Rentenhausse entstehende quasi automatische Durationsverlängerung.
- Alternativ können Anleger beispielsweise Indizes wählen, die nicht nach Marktkapitalisierung gewichten, sondern auf Grundlage anderer, fundamentaler Faktoren vorgehen. Eine zweite alternative Möglichkeit besteht darin, zwar eine marktkapitalisierungsgewichtete Benchmark zu wählen, dem Portfoliomanager aber große Freiheiten und Spielräume und Investments außerhalb des Index, einzuräumen. Des Weiteren bietet sich auch der Verzicht auf eine Benchmark an - „Total Return-Ansatz“. Hier gewährt der Anleger dem Manager die größtmögliche Freiheit, kann aber mit Zuhilfenahme von Investmentrestriktionen Einfluss nehmen.
- Uns erscheint heute ein aktiver Management-Ansatz, relativ weitab von Indexbenchmarks, zwingender als jemals zuvor. Das neue Kapitalmarktumfeld ist mit vielen Unsicherheiten verknüpft und erfordert aktive Risikosteuerung, kein passives Abbilden von Indizes.
- Eine andere zentrale Entscheidung bei Rentenanlagen ist der Umgang mit Fremdwährungen. So kann die Volatilität der Anleihekompenten (Preis und Kupon) gering sein im Vergleich zu den Währungsfuktuationen. Für den schlussendlichen Anlageerfolg ist es entscheidend, die Ausgangswährung im Blick zu halten und Chancen sowie Risiken stets aus Sicht eines Euro-Anlegers zu betrachten. Auch attraktivste Anlagechancen in Fremdwährung sind faktisch substanzlos, wenn die Kosten der Währungssicherung vernachlässigt oder ausgeblendet werden.
- Lazard High Quality Income ist eine flexible, globale Rentenstrategie, welche attraktive und stabile Anlageerträge mit höchster Kreditqualität verbindet. Risikoreichere Segmente wie Schwellenländer-, High Yield- und Nachrangsanleihen sind von Investitionen ausgeschlossen. Darüber hinaus gibt es kein Wechselkursrisiko, da sich die Strategie vorwiegend auf Euro-denominierte Anleihen fokussiert und offenes Währungs-Exposure abgesichert wird. Die Strategie ist sowohl als Spezial- als auch seit dem 31. März 2023 als Publikumsfonds erhältlich.

Rückkehr in die Zinsnormalität – Die Renaissance von Rentenanlagen

Seit der Finanzmarktkrise 2007/08 sorgte die anhaltend ultralockere Geldpolitik für eine florierende Performance von risikoreicheren Assetklassen. Gleichzeitig gerieten risikoarme Rentenanlagen aufgrund der niedrigen, zwischenzeitlich sogar negativen Kapitalmarktzinsen immer weiter in den Hintergrund. Um eine auskömmliche Rendite zu erwirtschaften, mussten Investoren ihre Kapitalanlage zugunsten von Aktien-, Immobilien-, Private Markets- oder aber risikoreicheren Rentenanlagen, z. B. Nachrang- oder Schwellenländeranleihen, allokkieren.

Die Krux an der Sache: Das Primärziel vieler institutioneller Anleger ist die Abstimmung ihrer Assets auf ihre Verbindlichkeiten, das sogenannte Asset-Liability-Management (ALM). Am besten funktioniert die ALM-Umsetzung mit (sicheren) Investment Grade-Rentenanlagen (in Heimatwährung), da die Zahlungsströme, also die Kupons sowie die Rückzahlung, als (relativ) sicher angesehen werden. Bei Aktienanlagen sind die Erträge hingegen unsicher, was das ALM verkompliziert. Erschwerend hinzu kommt die höhere Risikokapitalunterlegung für risikoreichere Anlagen.¹

In den letzten Jahren sahen sich institutionelle Anleger somit dem Konflikt – Regulatorik versus Ertragschancen – ausgesetzt. Im Jahr 2021 betrug der Fixed Income-Anteil deutscher Pensionskassen nur noch etwa 30 bzw. 35 %. Angesichts regulatorischer Gesichtspunkte nachvollziehbar, angesichts niedriger Renditen jedoch ein (zu?) hoher Anteil. Schaut man einige Jahre zurück, so ist zu erkennen, dass der Rentenanteil bereits stark geschrumpft ist. Im Jahr 2011 lag dieser noch bei 76 bzw. 49 %, was bedeutet, dass Pensionskassen eine Reduktion um 46 bzw. 14 % vorgenommen haben. Die Allokation in renditestärkere Bereiche wie Aktien, Immobilien sowie Alternatives ist erwartungsgemäß gestiegen (vgl. Abbildung 1).

Das neue Kapitalmarktumfeld könnte den Trend – raus aus Renten, rein in Aktien und illiquide Assetklassen – nun wieder umkehren. So zwang die Rückkehr der Inflation die Zentralbanken, ihre Zinszügel in einem rasanten Tempo enger zu ziehen. Es fand eine gewaltige Umkehr der massiven geldpolitischen Unterstützung statt, die im Zuge der Finanzmarktkrise 2007-2008 eingeleitet und durch die Pandemie ausgeweitet wurde.

Das führte 2022 zu einer fast beispiellos schlechten Performance über fast alle Assetklassen hinweg. Außer Cash (Kasse) gab es nur wenige Assetklassen in denen sich Anleger vor starken Performanceeinbußen verstecken konnten. Insbesondere der Rentenbereich – eigentlich ein sicherer Hafen in unruhigen Zeiten – litt unter den Renditeanstiegen. Die Normalisierung der Geldpolitik und Rezessions Sorgen ließen die Credit Spreads und die Volatilität ansteigen. Nach

einer mehrerer Jahrzehnte andauernden Rentenhause (sinkende Renditen) entstand eine Baisse (steigende Renditen).

Die gute Nachricht ist, dass die Renditen wieder attraktive Niveaus erreicht haben. Festverzinsliche Wertpapiere, die lange als „langweilige“ Anlageklasse galten, haben an Fahrt aufgenommen. Um im Rentenbereich eine auskömmliche Rendite zu erwirtschaften, sind Anleger nun nicht mehr gezwungen, die Risikoleiter hochzuklettern; selbst der Investment Grade-Bereich eröffnet attraktive Anlagemöglichkeiten.

Es ist daher nicht verwunderlich, dass insbesondere institutionelle Anleger ihre Fixed Income-Quote ausbauen (wollen), während diese ihre risikoreicheren Anlagen abbauen (wollen). Dieser Trend zeigte sich bereits 2021 und dürfte sich seither noch weiter verfestigt haben (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 1
Vergleich Asset Allocation deutscher Pensionskassen 2011 versus 2021

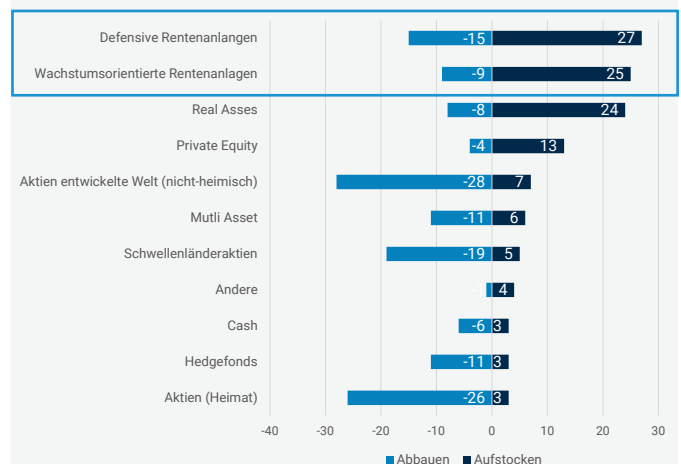
	Aktien	Anleihen	Property	Andere
2011 Deutschland	5	76	6	13
2021 Deutschland	15	30	22	33
	+10	-46	+16	+20
2011 Deutschland (CTA)	36	49	1	14
2021 Deutschland (CTA)	36	35	4	25
	0	-14	+3	+11

Stand: Juni 2023

Mercer European Asset Allocation Insights, Stand: 2011 beziehungsweise 2021

¹ Contractual Trust Arrangements (CTAs) sind gesondert ausgewiesen, da diese regulatorisch anders als Pensionskassen behandelt werden.

Abbildung 2
Zukunftsweisender Plan der Asset Allocation europäischer Pensionskassen



Stand: 2021

Quelle: Mercer, European Asset Allocation Insights 2021

Lohnen sich Zinsanlagen trotz hoher Inflationszahlen?

Nachdem das Thema Inflationsschutz in den vergangenen Jahrzehnten keine wesentliche Rolle bei der Kapitalanlage gespielt hat, ist dieses seit dem letzten Jahr stark in den Fokus von Anlegern gerückt. So hat zwar die Attraktivität von Rentenanlagen aufgrund der gestiegenen Renditen enorm zugenommen, allerdings sind Anleger angesichts der hohen Inflationszahlen verunsichert:

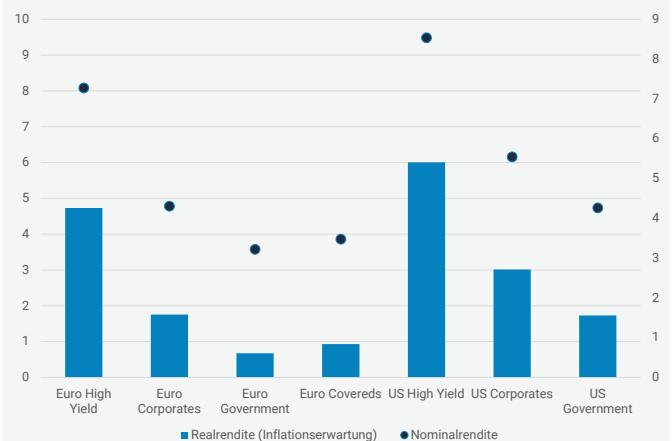
Lohnen sich Zinsanlagen oder ist der Kaufkraftverlust doch zu hoch?

Um dies zu eruieren, betrachten wir zunächst die Realrendite von 10-jährigen Staatsanleihen (vgl. Abbildung 3, links). Die Realrendite ergibt sich aus der Subtraktion der Inflationsrate von der Nominalrendite. In den letzten Jahren ist die Realrendite immer negativer geworden (wobei diese zuletzt aber wieder einen starken Anstieg verzeichnen konnten). Hier wirkten gleich zwei Mechanismen. Einerseits hat die Suche nach „sicheren Häfen“ in unsicheren Zeiten die Renditen nach unten gedrückt, andererseits wirkten sich die hohen Inflationszahlen sehr negativ aus. Gemessen an der aktuellen Inflation erscheinen Rentenanlagen folglich unattraktiv.

Es stellt sich jedoch die Frage, ob aktuelle Inflationszahlen das richtige Maß sind. Alternativ könnte man eine vorausschauende Kennzahl nehmen, wie die erwarteten Inflationszahlen, denn diese Erwartungen wirken sich auf die Zinsstrukturkurve aus. So verlangen Anleger mit einem langfristigen Horizont als Ausgleich für eine steigende erwartete Inflation höhere Anleiherenditen; die Zinsstrukturkurve steigt an.

Nehmen wir also die erwarteten Inflationszahlen als Grundlage, dann ändert sich das Bild von oben. Dann notieren viele 10-Jährige bereits über oder nahe der Null, da der Markt von sinkenden Inflationszahlen ausgeht (vgl. Abbildung 3, rechts). Schaut man sich die Renditen der verschiedenen Rentensegmente mit dem Inflationsindikator an, wird das Bild noch deutlicher (vgl. Abbildung 4).

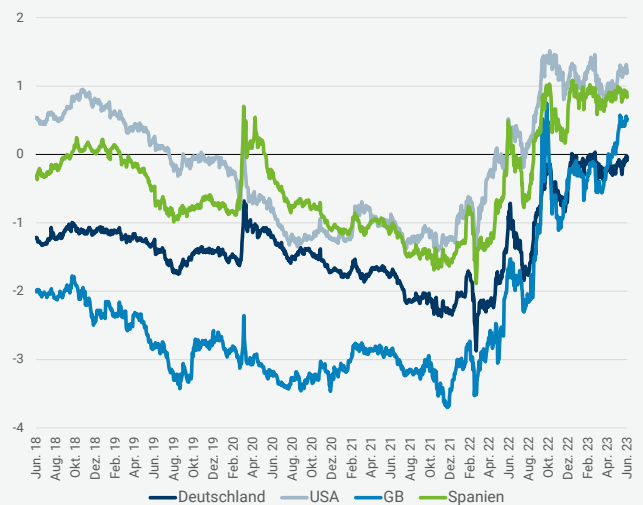
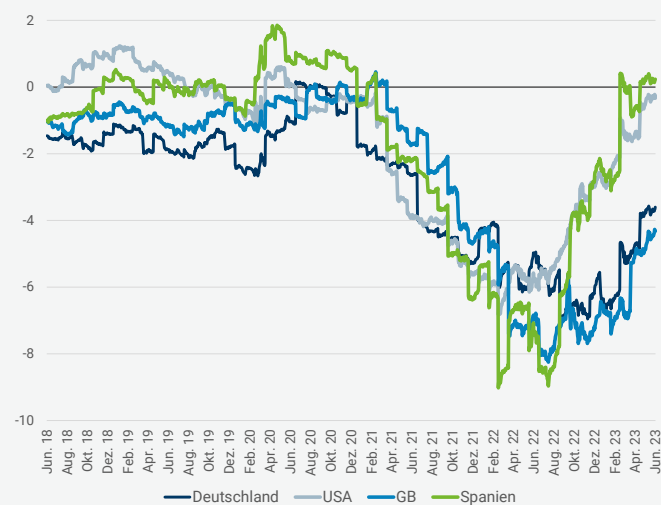
Abbildung 4
Nominalrenditen versus Realrenditen verschiedene Fixed Income-Segmente auf Basis erwarteter Inflationsraten¹



Stand: 16. Juni 2023, Quelle: Refinitiv Datastream

¹ Die erwarteten Inflationszahlen werden für die Eurozone mittels der 10-jährigen Euro Swap Rate für die USA mit der 10-jährigen US Swap Rate angegeben.

Abbildung 3
Realrenditen auf Basis aktueller Zahlen versus erwarteter Inflationszahlen¹



Stand 16. Juni 2023, Quelle: Refinitiv Datastream

¹ Die erwarteten Inflationszahlen werden für die Eurozone mittels der 10-jährigen Euro Swap Rate für die USA mit der 10-jährigen US Swap Rate angegeben.

Zusammenfassend kann man festhalten, dass die Realrenditen auf Grundlage der Inflationserwartungen bereits wieder attraktive Niveaus erreicht haben. Und auch die Realrenditen auf Basis der aktuellen Zahlen rücken nach und nach in den positiven Bereich vor. Generell ist ohnehin anzumerken, dass bei vielen institutionellen Anlegern nicht die Realrendite, sondern vielmehr die Deckung ihrer langfristigen Verbindlichkeiten im Fokus steht. So liegen die Renditen mittlerweile über den Anlagezielen der meisten Investoren.

Wie sollen Anleger bei dem Aufbau ihrer Fixed Income-Quote vorgehen?

(1.) Duration

In der Vergangenheit wurden Anleger dafür entschädigt, dass sie die mit langfristigen Anleihen verbundene zusätzliche Unsicherheit (Zinsänderungsrisiko) auf sich nahmen. Für dieses Risiko werden Anleger aber seit geraumer Zeit nicht mehr kompensiert. Die Laufzeitenprämie, sprich die Renditekompensation für das Halten länger laufender Anleihen, ist negativ (vgl. Abbildung 5). Das Halten dieser Anleihen lohnt sich also schlichtweg nicht.²

Daher präferieren wir aktuell Anleihen mit kurzer Duration. Die Reduzierung der Zinssensitivität durch einen Fokus auf Anleihen mit kurzer Duration ist ein einfacher Weg, die Verluste und Volatilität bei potenziell hartnäckiger Inflation und weiter steigenden Zinsen gering zu halten.

Abbildung 5
Laufzeitenprämie (10y term premium) von US-Staatsanleihen



Die Laufzeitprämie ist definiert als die Kompensation, die Anleger für Zinsänderungsrisiko während der Laufzeit der Anleihe erhalten. Da die Laufzeitprämie nicht direkt beobachtbar ist, muss sie geschätzt werden, meist aus finanziellen und makroökonomischen Variablen. Die derzeitigen und ehemaligen Ökonomen der New Yorker Fed Tobias Adrian, Richard K. Crump und Emanuel Moench entwickelten ein statistisches Modell zur Beschreibung der gemeinsamen Entwicklung von Treasury-Renditen und Laufzeitprämien im Zeit- und Laufzeitverlauf.

Stand: 28. April 2023, Quelle: Federal Reserve Bank of New York

(2.) Bonität

Qualitätsanleihen (Investment Grade Anleihen privater und öffentlicher Aussteller aus OECD-Ländern) waren historisch die Basis einer ausgewogenen Vermögensallokation. Sie bildeten die solide Basis, da sie einen stabilen Anlageertrag in vordefinierter Höhe (Einstandsrendite) mit begrenzter Volatilität und vollständiger Liquidität boten. Dies gab Investoren die Möglichkeit, die eigene Vermögensallokation je nach Risikotragfähigkeit und Markterwartung zu ergänzen. Im Zuge niedriger bzw. negativer Leitzinsen und aggressiver Zentralbankkäufe haben Qualitätsanleihen ihren „natürlichen“ Platz in der Vermögensallokation in den vergangenen Jahren eingebüßt. Andere Anlageklassen wurden herangezogen, um dieses Vakuum „künstlich“ zu füllen, wobei in aller Regel Kompromisse bei Liquidität, Volatilität oder Qualität (Bonität) akzeptiert werden mussten. Die Zeit der Kompromisse ist nun zu Ende.³

Denn: Attraktive Renditen sind nunmehr auch im Investment Grade-Segment möglich.

Aber nicht nur die guten Renditeniveaus sprechen für Anleihen hoher Qualität, sondern auch das aktuelle wirtschaftliche Umfeld. So stellen steigende Zinsen eine Herausforderung für Anleihe-Emittenten im Allgemeinen dar. Besonders betroffen sind aber High Yield-Emittenten, die stark unter Druck geraten könnten. So reduzieren die höheren Finanzierungskosten die Erträge. Das ein oder andere Unternehmen könnte es daher schwer haben, schwarze Zahlen zu schreiben und das Ausfallrisiko der eher bonitätsschwächeren Emittenten steigt. Daher präferieren wir derzeit (mit regionalen Ausnahmen wie nordische HY-Anleihen) bonitätsstarke Emittenten.*

Der globale Markt für Investment Grade-Anleihen ist dabei groß und facettenreich. Betrachtet man einen der gängigen globalen Investment Grade Indizes, den ICE Global Broad Market Index ohne Schwellenländer, so zeigt sich ein Gesamtvolumen von knapp über 60 Billionen USD** an ausstehenden Anleihen. Dies ist größer als die Marktkapitalisierung des gängigen globalen Aktienmarktindex MSCI World. Mit über 33.000 Einzeltiteln von ca. 3.400 verschiedenen Ausstellern ist das Anlageuniversum enorm breit und diversifiziert.

Ein Blick auf die Bonitätsstruktur zeigt, dass mit ca. 48 % im AAA-Bereich und 13 % bzw. 24 % im AA- respektive A-Bereich der Begriff Qualitätsanleihen durchaus gerechtfertigt erscheint. Auf klassische Staatsanleihen entfällt mit ca. 54 % knapp mehr als die Hälfte des ausstehenden Volumens. Die übrigen Sektoren wie staatsnahe Agenturen (SSAs), Unternehmensanleihen, Finanzanleihen, Pfandbriefe etc. sind somit in der Summe Staatsanleihen im Größenvergleich nahezu ebenbürtig. Auch der Blick auf die Anlagewährungen zeigt einen hohen Grad an Diversifikation. Auf US-Dollar lautende Anleihen haben einen Anteil von ca. 55 %, die übrigen 45 % verteilen sich auf Euro, Yen und einige andere (Hart-) Währungen wie Franken und Australischer Dollar.⁴

(3.) Benchmark, ja oder nein?

Der Einsatz von Benchmarks bei Renteninvestment weist einige Vor- aber auch Nachteile auf. Auf der positiven Seite ist zu erwähnen, dass die geläufigen Indizes eine breite Abdeckung in Bezug auf Regionen, Währungen und Segmente bieten. Der Manager hat also eine große Auswahl, aber ist dennoch limitiert, denn der globale Anleihemarkt ist wesentlich größer als das, was in den Indizes vertreten ist, denn „benchmarkfähige“ Emissionen müssen ein Mindestvolumen aufweisen, um berücksichtigt zu werden.⁵ Weiterhin ist auf der negativen Seite zu vermerken, dass die Gewichtung der einzelnen Komponenten gemäß der Marktkapitalisierung erfolgt. Dies birgt wiederum verschiedene Risiken:

- a. So besteht eine wachsende Gewichtung hoch verschuldeter Emittenten, da der Marktwert dieser Emissionen zunehmend steigt. In Anleiheindizes hängt das Gewicht also von der ausstehenden Verschuldung ab.⁶
- b. Gleichzeitig nimmt auch die Gewichtung von Emissionen, deren Verzinsung gefallen und damit deren Kurs gestiegen ist, zu.
- c. Während einer Rentenhausse entsteht darüber hinaus eine quasi automatische Durationsverlängerung, denn je niedriger die Rendite, desto höher die Duration.

Diese drei Negativfaktoren stehen im Gegensatz zu den Anlagezielen vieler Investoren. So präferieren diese in der Regel Emittenten mit einem niedrigen Verschuldungsgrad. Darüber wollen diese nach starken Kursanstiegen Gewinne mitnehmen und die Duration, aufgrund der bestehenden Zinsänderungsrisiken, gering halten. Möchte der Anleger also diese Negativeffekte umgehen, so muss er alternative Möglichkeiten wahrnehmen.

So können Anleger beispielsweise Indizes wählen, die nicht nach Marktkapitalisierung gewichten, sondern auf Grundlage anderer (fundamentaler) Faktoren vorgehen. Das kann z. B. eine Gewichtung nach Bruttoinlandsprodukt sein. Bislang konnten sich diese Indizes jedoch nicht durchsetzen.

Eine zweite alternative Möglichkeit besteht darin, zwar eine marktkapitalisierungsgewichtete Benchmark zu wählen, dem Portfoliomanager aber große Freiheiten und Spielräume in Form eines hohen Tracking Errors und Investments außerhalb des Index, einzuräumen. So kann der Manager z. B. eine wesentlich geringere Duration als die Benchmark fahren.

Des Weiteren bietet sich auch der Verzicht auf eine Benchmark an - „Total Return-Ansatz“. Hier gewährt der Anleger dem Manager zwar die größtmögliche Freiheit, hat aber dennoch die Chance, Einfluss mit Zuhilfenahme von eigenen Restriktionen vorzunehmen. So kann der Anleger beispielsweise Maximalgewichtungen (Länder, Sektoren, Bonität, Emittenten) vorgeben. Der Benchmark-Bezug geht hier vollkommen verloren.⁷

(4.) Aktiv oder passiv?

Uns erscheint heute ein aktiver Management-Ansatz, relativ weitab von Indexbenchmarks, zwingender als jemals zuvor. Das neue Kapitalmarktumfeld ist mit vielen Unsicherheiten verknüpft und erfordert aktive Risikosteuerung, kein passives Abbilden von Indizes.

Während Anleger in den vergangenen Jahren zunehmend passive Instrumente in Betracht gezogen haben, sind wir der festen Überzeugung, dass aktives Management den effektivsten Zugang zum globalen Anleihemarkt bietet. Wie oben bereits beschrieben, sind die meisten Indizes marktkapitalisierungsgewichtet; höher verschuldete Emittenten haben folglich ein höheres Gewicht. Im Barclay Global Aggregate ist beispielsweise der Anteil von US-Treasuries sehr hoch. Investoren, welche also in Vehikel investieren, die einen Index replizieren, fahren eventuell eine ungewollte Konzentration. Nur weil ein Index viele Titel enthält, heißt das also nicht, dass dieser automatisch breit diversifiziert ist.

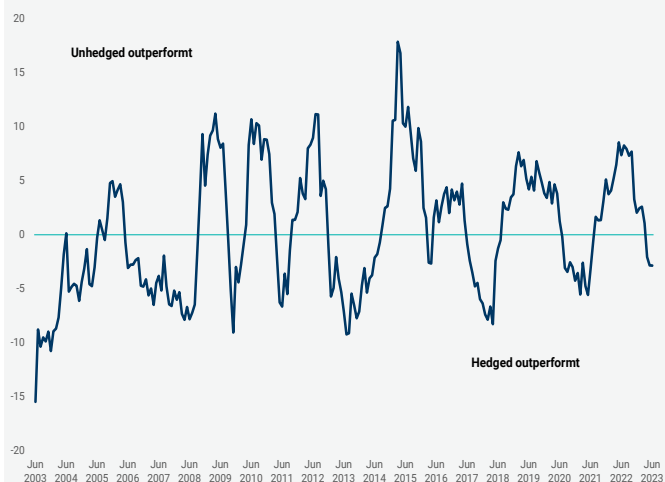
Ein aktiver Ansatz kann dazu beitragen, den vielen Nachteilen von Benchmarks entgegenzuwirken. So können aktive Manager das Länder-/Sektorengagement diversifizieren, um unerwünschte Konzentrationen zu vermeiden, die sich aus der Kapitalisierungsgewichtung ergeben. Darüber hinaus kann das Zinsrisiko durch sorgfältiges Durations- und Renditekurvenmanagement verringert werden. Die Manager können auch einen potenziellen Mehrwert durch Wertpapiere außerhalb der Benchmark erzielen und die potenziellen Eigenschaften eines Wertpapiers, wie z. B. Liquidität, berücksichtigen, die ein passiver Index nicht berücksichtigen kann.

So ergeben sich stets Ineffizienzen in der Bewertung einzelner Anleihen und Aussteller. Für aktive Investoren bieten vor allem jene Sektoren jenseits klassischer Staatsanleihen die Möglichkeit, durch fundierte Einzeltitelanalyse verborgene relative Werthaltigkeit zu identifizieren und somit Marktineffizienzen schlussendlich zum aktiven Anlageertrag zu nutzen. Die Faustregel - je umfangreicher der notwendige Analyseaufwand, desto höher der potenzielle Mehrertrag - ist dabei oftmals richtig. Jedoch erfordert die schiere Größe des Anlageuniversums eine Mischung aus Erfahrung und Fachexpertise um jene Nischen, Aussteller und Einzeltitel zu identifizieren, für die sich eine tiefgehende Analyse auszahlen könnte.⁸

(5.) Währungsabsicherung, ja oder nein?

Eine andere zentrale Entscheidung bei Rentenanlagen ist der Umgang mit Fremdwährungen. So kann die Volatilität der Anleihekomponenten (Preis und Kupon) gering sein im Vergleich zu den Währungsfluktuationen. Auf Basis der 1-Jahres rollierenden Performance lässt sich erkennen, dass währungs-gesicherte und währungsungesicherte Indizes sich je nach Marktzyklus stark unterscheiden können (vgl. Abbildung 6).

Abbildung 6
Barclay Global Aggregate EUR versus EUR-hedged auf Basis der 1-Jahr rollierenden Performance

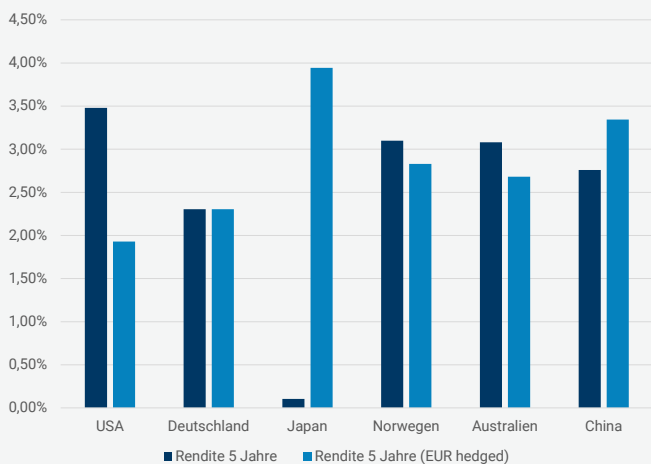


Stand: 16. Juni 2023
Quelle: Refinitiv Datastream

Eine Vermögensallokation in verschiedenen Zielwährungen bietet zweifelsfrei Anlagechancen und verbessert in der Regel das Risikoprofil eines breiten Anlageportfolios. Verschiedene Währungsräume und damit verbunden verschiedene Zinsregime und geldpolitische Zyklen sorgen für einen zusätzlichen Diversifikationseffekt.⁹

Allerdings kann sich eine offene Währungsquote für den Anleger nachteilig auswirken. Sollten Anleger daher nicht über einen eigenen Währungs-Overlay verfügen und Währungen nicht als bewusste Diversifikationsentscheidung gegen den Euro ansehen, dann empfiehlt sich eine Währungsabsicherung.¹⁰ Für den schlussendlichen Anlageerfolg ist es allerdings entscheidend, die Ausgangswährung im Blick zu halten und Chancen sowie Risiken stets aus Sicht eines Euro-Anlegers zu betrachten. Auch attraktivste Anlagechancen in Fremdwährung sind faktisch substanzlos, wenn die Kosten der Währungssicherung vernachlässigt oder ausgeblendet werden (vgl. Abbildung 7).¹¹ Aktives Management ist auch hier der Schlüssel zum Erfolg.

Abbildung 7
Die Währung macht den Unterschied



Stand: 30. April 2023
Quelle: Bloomberg, Lazard

Globale Qualitätsanleihen bei Lazard – Lazard High Quality Income

Lazard High Quality Income ist eine flexible, globale Rentenstrategie, welche attraktive und stabile Anlageerträge mit höchster Kreditqualität verbindet. Risikoreichere Segmente wie Schwellenländer-, High Yield- und Nachranganleihen sind von Investitionen ausgeschlossen. Darüber hinaus gibt es kein Wechselkursrisiko, da sich die Strategie vorwiegend auf Euro-denominierte Anleihen fokussiert und offenes Währungs-Exposure abgesichert wird. Die Strategie ist sowohl als Spezial- als auch seit dem 31. März 2023 als Publikumsfonds erhältlich.

Abbildung 8
Lazard Euro High Quality Income – Das stabile Ertragsfundament für langfristigen Anlageerfolg



Stand 16. Juni 2023, Quelle: Refinitiv Datastream

¹ Die erwarteten Inflationszahlen werden für die Eurozone mittels der 10-jährigen Euro Swap Rate für die USA mit der 10-jährigen US Swap Rate angegeben.

Als internationaler Vermögensverwalter mit 175-jähriger Tradition legt Lazard seit jeher einen besonderen Fokus auf die fundamentale Einzeltitelanalyse, aktive Vermögensallokation und Selektion. Im internationalen Wettbewerb in globalisierten Finanzmärkten setzt Lazard seit vielen Jahren bewusst auf die Synergie aus globaler und lokaler Expertise.¹²

Das globale Netzwerk von Investmentspezialisten bei Lazard ist dezentral organisiert und umfasst Investmentteams, die über die globalen Finanzmärkte verteilt – z. B. USA, Europa und Emerging Markets – Unternehmen, Staaten und andere Anlageziele vor Ort analysieren. Durch diese dezentrale Struktur profitiert die Lazard-Investmentplattform neben der Fachexpertise auch von der persönlichen Erfahrung unserer Portfoliomanager und Analysten mit den jeweils lokalen Besonderheiten und Rahmenbedingungen verschiedener Märkte.¹³

Von dieser fundierten Erfahrung und Detailkenntnis profitieren insbesondere unsere globalen Anlagestrategien, deren Anlageerfolg in unmittelbarer Weise durch das globale Netzwerk der Lazard-Investmentspezialisten geprägt wird. Mit einem verwalteten Vermögen von ca. 200 Mrd. US-Dollar ist Lazard im globalen Wettbewerb durch einen klaren Fokus auf Qualität statt Quantität faktisch ein „Mittelständler“. Gerade im globalen Anleihenmarkt ist es in den letzten Jahren im Zuge geringerer Markttiefe und Liquidität wichtiger geworden jederzeit handlungsfähig zu sein. Für effizientes, aktives Handeln ist Größe daher ein wichtiger Faktor, wobei ein zu großes Anlagevolumen den aktiven Handlungsspielraum ebenso einschränken kann wie ein zu geringes Anlagevolumen.

Als Vermögensverwalter mittlerer Größe mit einem Netzwerk globaler Investmentspezialisten und einer professionellen Infrastruktur und Investmentplattform sind wir bei Lazard daher in einer idealen Position, die Ineffizienzen und Anlagechancen im globalen Markt für Qualitätsanleihen für unsere Kunden aktiv zu nutzen.¹⁴

Zusammenfassung

Nachdem das Thema Inflationsschutz in den vergangenen Jahrzehnten keine wesentliche Rolle bei der Kapitalanlage gespielt hat, ist dieses seit dem letzten Jahr stark in den Fokus von Anlegern gerückt. Zwar hat die Attraktivität von Rentenanlagen stark zugenommen, doch sind Anleger angesichts der hohen Inflationsraten verunsichert, ob sich Zinsanlagen lohnen.

Festzuhalten ist, dass die Realrenditen auf Grundlage der aktuellen Inflationsraten zwar noch niedrig oder leicht negativ sind, aber auf Grundlage von Inflationserwartungen wieder attraktive Niveaus erreicht haben. Ohnehin steht bei vielen institutionellen nicht die Realrendite, sondern die Deckung ihrer langfristigen Verbindlichkeiten im Fokus. Die aktuellen Niveaus decken diese.

„Angesichts des aktuellen makroökonomischen Umfelds bietet es sich aus unserer Sicht an, ein Portfolio aufzubauen, welches sich auf Anleihen hoher Qualität und mit einer kurzen Duration fokussiert. Auch ein Total Return-Ansatz erscheint uns vorteilhaft.“

*Michael Weidner,
Leiter des europäischen Rentenmanagements*

So bieten die Renditen von Qualitätsanleihen gute Einstiegsniveaus. Auch das aktuelle wirtschaftliche Umfeld spricht für Qualitätsanleihen. So könnten High Yield-Emittenten durch die strikteren Finanzierungsbedingungen stark unter Druck geraten. Mit einer kurzen Duration können zusätzlich die Verluste und Volatilität bei potenziell hartnäckiger Inflation und weiter steigenden Zinsen gering gehalten werden. Darüber hinaus erscheint heute ein aktiver Management-Ansatz, relativ weitab von Indexbenchmarks, zwingender als jemals zuvor. Das neue Kapitalmarktumfeld ist mit vielen Unsicherheiten verknüpft und erfordert aktive Risikosteuerung, kein passives Abbilden von Indizes.

Eine andere zentrale Entscheidung bei Rentenanlagen ist der Umgang mit Fremdwährungen. So kann die Volatilität der Anleihekomponten gering sein im Vergleich zu den Währungsfluktuationen. Für den schlussendlichen Anlageerfolg ist es entscheidend, die Ausgangswährung im Blick zu halten und Chancen sowie Risiken stets aus Sicht eines Euro-Anlegers zu betrachten.

Mit der Lazard High Quality Income-Strategie bietet Lazard eine flexible, globale Rentenstrategie, welche attraktive und stabile Anlageerträge mit höchster Kreditqualität verbindet. Risikoreichere Segmente, wie Schwellenländer-, High Yield- und Nachranganleihen sind von Investitionen ausgeschlossen. Darüber hinaus gibt es kein Wechselkursrisiko, da sich die Strategie vorwiegend auf Euro-denominierte Anleihen fokussiert und offenes Währungs-Exposure abgesichert wird. Die Strategie ist sowohl als Spezial- als auch seit dem 31. März 2023 als Publikumsfonds erhältlich.

Verfasserin: Desiree Sauer
E-Mail: desiree.sauer@lazard.com

Verfasser: Michael Weidner
E-Mail: michael.weidner@lazard.com

Editor: Werner Krämer
E-Mail: werner.kraemer@lazard.com

Literaturverzeichnis

* Natürlich bedeutet dies nicht, dass alle Hochzinssegmente unattraktiv geworden sind. Hier gibt es Unterschiede und Ausnahmen (zum Beispiel nordische High Yield-Anleihen).

** Per Ende April 2023

¹ W. Krämer: Globale Renten, Währungsmanagement und Indexbenchmarks, Hintergrund, Lazard Asset Management, November 2018.

² A. H. O'Brien, T. Paulson: A Compelling Case for Short Duration Bonds, LORD ABBETT, <https://www.lordabbett.com/en-us/financial-advisor/insights/markets-and-economy/a-compelling-case-short-duration-bonds.html>, November 2022.

³ M. Weidner: High Quality Income – Fundament einer ausgewogenen Vermögensallokation, Lazard Asset Management.

⁴ M. Weidner: ebenda.

⁵ Lazard Asset Management: Strength in Diversity: The Case for Investing in Global Fixed Income, Mai 2015.

⁶ J. Lohmeier: Ausrichtung am Tracking Error bremsst überzeugtes Investieren, Aviva, https://www.hedgework.de/archiv_beitrag/aviva-ausrichtung-am-tracking-error-bremst-ueberzeugtes-investieren.html, August 2018.

⁷ W. Krämer: ebenda.

⁸ M. Weidner: ebenda.

⁹ M. Weidner: ebenda.

¹⁰ W. Krämer: ebenda.

¹¹ M. Weidner: ebenda.

¹² M. Weidner: ebenda.

¹³ M. Weidner: ebenda.

¹⁴ M. Weidner: ebenda.

Weitere Lazard Publikationen

Hintergrund März 2020

„Aufbau einer zusätzlichen Aktienquote in Zeiten niedriger Zinsen und boomender Märkte“

Hintergrund Mai 2020

„Emerging Markets Corporate Bonds“

Standpunkt September 2020

„Gold – Assetklasse für ein „Zeitalter der Angst““

Standpunkt Dezember 2020

„Going Global“ – ein erfolgreiches Konzept“

Hintergrund Februar 2021

Aktualisierung: „Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität“

Standpunkt April 2021

„Die Welt im Wandel – Investieren in die Zukunft“

Standpunkt Mai 2021

„Investmentrestriktionen, Risikobudgets und Anlageerfolg“

Hintergrund September 2021

„Die Kombination von Style-Investing und Quality-Investing – eine häufig übersehene Handlungsalternative am Aktienmarkt“

Hintergrund März 2022

„Wie wird Inflation berechnet?“

Hintergrund April 2022

„Wandelanleihen – Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität“

Hintergrund Mai 2022

„Auf die Größe kommt es an: Small Cap = Large Opportunity?“

Hintergrund September 2022

„Ruhe bewahren – auf Bären folgen Bullen“

Standpunkt November 2022

„Den Blick Richtung Norden: Nordic High Yield – Wo High Yield noch High Yield bedeutet“

Hintergrund März 2023

„Multi-Asset-Strategien - ein Überblick“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardassetmanagement.com>

Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH
www.lazardassetmanagement.com

Neue Mainzer Straße 75
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29

LAZARD
ASSET MANAGEMENT