

Vanguard®

Lohnt sich das Risiko? Vor- und Nachteile von Hochzinsobligationen

Vanguard research

Dezember 2012

Zusammenfassung. Hochzinsobligationen¹ zeichnen sich durch einzigartige Merkmale gegenüber traditionellen festverzinslichen Produkten aus. Da sie zur Schuldenfinanzierung von Unternehmen dienen, die von den massgeblichen Ratingagenturen mit einer Bewertung unterhalb von Investment Grade eingestuft werden (Ba oder darunter bei Moody's Investor's Service, BB+ oder darunter bei Standard & Poor's), weisen sie ein höheres Emittentenrisiko auf. Infolge der höheren Ausfallwahrscheinlichkeit zahlen sie traditionell höhere Zinsen als Investment-Grade-Obligationen. Ausserdem bieten sie die Chance einer signifikanten Wertsteigerung, falls die Obligation oder der Emittent von den Ratingagenturen hochgestuft wird. Gehören Hochzinsobligationen angesichts dieser Merkmale also in ein diversifiziertes Portfolio?

Autor

Christopher B. Philips,
CFA

Die Analyse beginnt mit einem Überblick über den Hochzinsobligationenmarkt, seine Grösse, die Dynamik der Spreads und die einzigartigen Risikomerkmale dieser Anlageklasse. Danach untersuchen wir Hochzinsobligationen im Hinblick auf ihre mögliche Rolle in einem diversifizierten Portfolio, wobei sich unser Augenmerk insbesondere auf die Anlagemerkmale des Marktes und die mit der Einbeziehung von Hochzinsobligationen in eine Anlagestrategie verbundenen Herausforderungen richtet.

¹ Diese Analyse konzentriert sich auf steuerpflichtige Hochzinsobligationen, nicht auf hochverzinsliche Kommunalobligationen (Engl. 'Municipal Bonds', also Schuldverschreibungen von lokalen und bundesstaatlichen Behörden mit Ratings unterhalb von Investment Grade). Da Anleger in der Regel andere Motive für die Anlage in steuerbefreiten Obligationen haben, passen sie unserer Meinung nach nicht zum Thema dieser Studie.

Ausschliesslich für professionelle Anleger laut Definition der MiFID-Richtlinie. In der Schweiz nur für institutionelle Investoren. Nicht für den öffentlichen Vertrieb.

Dieses Dokument wird von The Vanguard Group, Inc. veröffentlicht. Es dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt weder eine Empfehlung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Investments dar. Es wird darauf hingewiesen, dass für den Text der Markt in den USA massgeblich ist und die vorgestellten Daten und Analysen spezifisch für die USA sind.

Diese Analyse kommt zu folgenden Schlüssen:

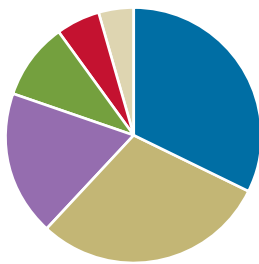
- Hochzinsobligationen weisen sowohl Merkmale von Aktien- als auch Obligationenmärkten auf.
- Mit Ausnahme von Phasen niedriger relativer Kreditspreads haben sie sich im Durchschnitt besser entwickelt als qualitativ höherwertige festverzinsliche Anlagen.
- Illiquidität und fehlende Transparenz am Hochzinsmarkt stellen wichtige Faktoren für Anleger dar.
- Nach Berücksichtigung der Liquidität und Investierbarkeit haben wir festgestellt, dass Hochzinsobligationen die Risiko- und Renditemerkmale eines traditionellen, ausgewogenen Portfolios im Durchschnitt nicht verbessert hätten.

Der Hochzinsobligationenmarkt, der in den 1980er Jahren populär wurde, besteht aus Obligationen, die als risikoreicher gelten als andere, was die rechtzeitige Zahlung von Zinsen und/oder Tilgungen angeht. Hierzu zählen Schuldtitel von kapitalintensiven Unternehmen, bei denen die Gefahr besteht, dass sie ihre Verpflichtungen nicht erfüllen, neueren Unternehmen, die potenziell teurere Bank- oder Privatkredite refinanzieren möchten, und aufstrebende Unternehmen, die zum ersten Mal an den Obligationenmarkt gehen. Hochzinsobligationen können auch von sogenannten «fallen Angels» ausgegeben worden sein – Unternehmen, deren Obligationen aufgrund eines erhöhten Risikos für die Zins- und/oder Tilgungszahlungen vom Investment-Grade-Status herabgestuft wurden, häufig infolge einer schlechteren Geschäftsentwicklung.

Hochzinsobligationen sind in Investment-Grade-Indizes wie dem Barclays U.S. Aggregate Bond Index nicht enthalten. Für Anleger, die ein volles Marktengagement wünschen, könnte dies ein Grund sein, einen Teil ihres Obligationenportfolios in diesem Sektor zu investieren. Wie in **Abbildung 1** zu sehen ist, machen diese Obligationen jedoch nur einen kleinen Teil des Marktes für steuerpflichtige US-Obligationen aus – 5,5% per 30. Juni 2012 (23% des gesamten Marktes für US-Unternehmensobligationen). Ausserdem betrachten viele Anleger Hochzinsobligationen oder «Junk Bonds» mit einer gewissen Skepsis und schliessen sie deshalb mit Absicht aus ihren Standardallokationen in festverzinslichen Anlagen aus.

Risikohinweis: Jede Anlage ist Risiken unterworfen. Hierzu zählt auch der mögliche Verlust des investierten Betrags. Obligationenfonds unterliegen dem Risiko, dass ein Emittent seine Zahlungen nicht rechtzeitig leistet und der Obligationenkurs fällt, weil die Zinsen steigen oder die Fähigkeit eines Emittenten, seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, negativ eingeschätzt wird. Hochzinsobligationen haben in der Regel mittlere bis niedrigere Bonitätsratings und bergen deshalb ein höheres Kreditrisiko als Obligationen mit höheren Ratings. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Die Performance eines Index ist keine exakte Wiedergabe einer bestimmten Anlage, da es nicht möglich ist, direkt in einen Index zu investieren. Aktuelle und zukünftige Portfoliobestände unterliegen Risiken. Eine Diversifikation ist keine Garantie für Gewinne oder Absicherung gegen Verluste.

Abbildung 1. Relative Grösse des US-Hochzinsobligationenmarktes



- 32,4% nominale US-Treasuries
- 29,6% verbriefte Titel (durch Hypotheken/Forderungen/ Gewerbehypotheiken besichert)
- 18,6% Investment-Grade-Unternehmensobligationen
- 9,6% Staatsobligationen oder Agency-Papiere
- 5,5% Hochzins-Unternehmensobligationen
- 4,3% inflationsgeschützte US-Treasuries

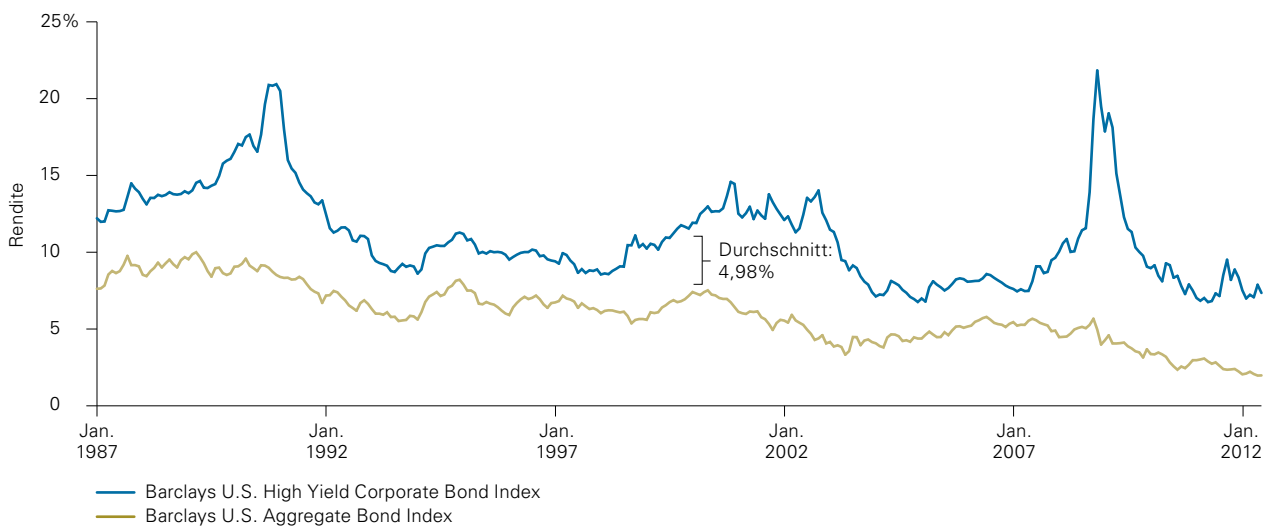
Anmerkungen: «Streubesitzbereinigt», d. h. unter Berücksichtigung der infolge der staatlichen Reaktion auf die Finanzkrise von 2008–2009 vom US-Schatzamt und der US-Notenbank gehaltenen Agency- und verbrieften Papiere, verändern sich die prozentualen Anteile wie folgt: 34,3% nominale Treasuries, 26% verbriefte Obligationen, 19,6% Investment-Grade-Unternehmensobligationen, 9,7% Staatsobligationen/Agency-Papiere, 5,8% Hochzins-Unternehmensobligationen und 4,6% inflationsgeschützte Treasuries.

Quelle: Barclays. Die Zahlen stellen den Marktwert der Indizes per 30. Juni 2012 dar.

Wie ihr Name schon sagt, bieten Hochzinsobligationen eine höhere Rendite als Investment-Grade-Obligationen. Damit entschädigen sie Anleger für das mit weniger hochwertigen Wertpapieren oder Emittenten verbundene höhere Risiko eines Zahlungsausfalls (das Risiko, dass ein Unternehmen seinen Zahlungsverpflichtungen gegenüber dem Inhaber der Obligationen nicht nachkommen kann) oder einer Herabstufung (das Risiko, dass sich die Finanzgrundlage des Unternehmens so weit verschlechtert, dass die Ratingagenturen seine Obligationen auf ein spekulativeres Niveau herabstufen). Diese Prämie ist in **Abbildung 2** zu sehen. Aber obwohl diese Obligationen eine Renditeprämie bieten, entschädigen sie die Anleger für das grössere mit ihnen verbundene Risiko nicht immer durch höhere Gesamterträge.

Abbildung 3 auf Seite 4 zeigt eine Reihe von Streudiagrammen, die eine Ausgangs-Renditedifferenz für den Barclays U.S. High Yield Corporate Bond Index gegenüber dem Barclays U.S. Aggregate Bond Index und die anschliessenden Performanceunterschiede zwischen den beiden Indizes über ein, drei, fünf und zehn Jahre veranschaulichen. Wenn Hochzinsobligationen immer positive Überschussrenditen abwerfen würden, lägen alle Punkte über der X-Achse. Trotz der positiven

Abbildung 2. Hochzinsobligationen bieten eine Prämie gegenüber Investment-Grade-Obligationen

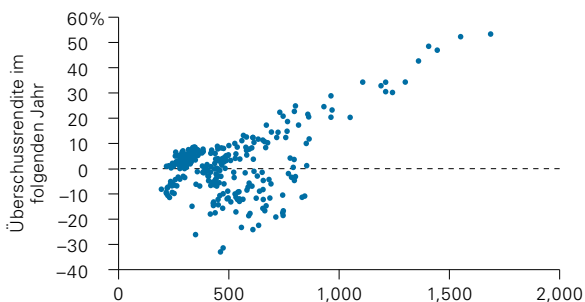


Anmerkungen: Renditedaten per 30. Juni 2012, ab Januar 1987. Die Beziehung besteht auch bei einer Beurteilung gegenüber 10-jährigen Treasuries. Die durchschnittliche Differenz (Spread) zu 10-jährigen US-Treasuries beträgt 5,38%.

Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten von Barclays.

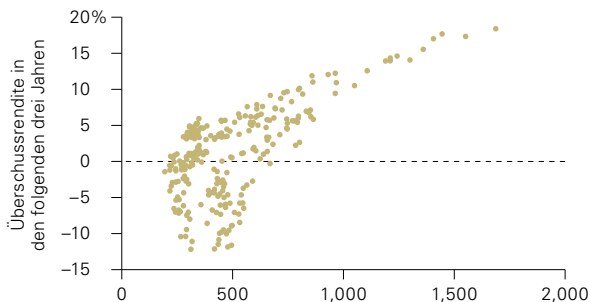
Abbildung 3. Die positive Renditedifferenz führte nicht immer zu positiven Überschussrenditen

a. Beziehung über ein Jahr



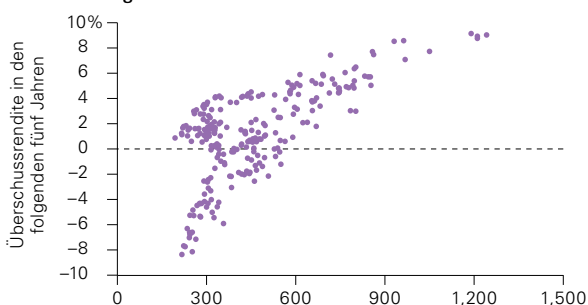
Ursprüngliche Renditedifferenz zwischen dem Barclays U.S. Corporate High Yield Bond Index und dem Barclays U.S. Aggregate Bond Index (in Bp.)

b. Beziehung über drei Jahre



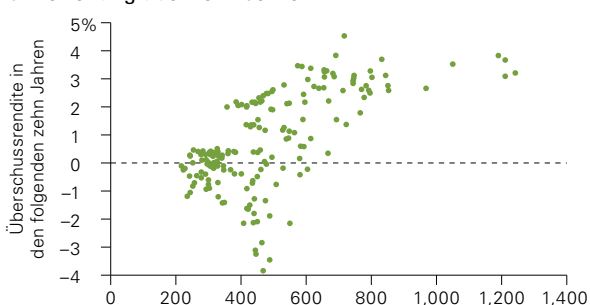
Ursprüngliche Renditedifferenz zwischen dem Barclays U.S. Corporate High Yield Bond Index und dem Barclays U.S. Aggregate Bond Index (in Bp.)

c. Beziehung über fünf Jahre



Ursprüngliche Renditedifferenz zwischen dem Barclays U.S. Corporate High Yield Bond Index und dem Barclays U.S. Aggregate Bond Index (in Bp.)

d. Beziehung über zehn Jahre



Ursprüngliche Renditedifferenz zwischen dem Barclays U.S. Corporate High Yield Bond Index und dem Barclays U.S. Aggregate Bond Index (in Bp.)

Anmerkungen: Renditedaten per 30. Juni 2012, ab Januar 1987. Die Analyse wurde mit 10-jährigen US-Treasuries als Benchmark wiederholt – mit nahezu identischen Ergebnissen.

Quelle: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten von Barclays.

Beziehung (bei höheren Ausgangsrenditen besteht eine höhere Wahrscheinlichkeit positiver künftiger Überschussrenditen gegenüber dem breiten Investment-Grade-Markt, insbesondere in Phasen mit hohen anfänglichen Renditedifferenzen) ist zu beachten, dass ein positiver Spread nicht immer in positiven Überschussrenditen resultiert.² Dies gilt sogar über längere Zeiträume hinweg, insbesondere wenn die anfänglichen Differenzen weniger als rund 600 Basispunkte betragen haben. Bieten Hochzinsobligationen angesichts der unsicheren Kompensation für die Inkaufnahme des Ausfallrisikos Merkmale, die einzigartig und attraktiv genug sind, um eine Allokation in diversifizierten Portfolios von Anlegern zu rechtfertigen?

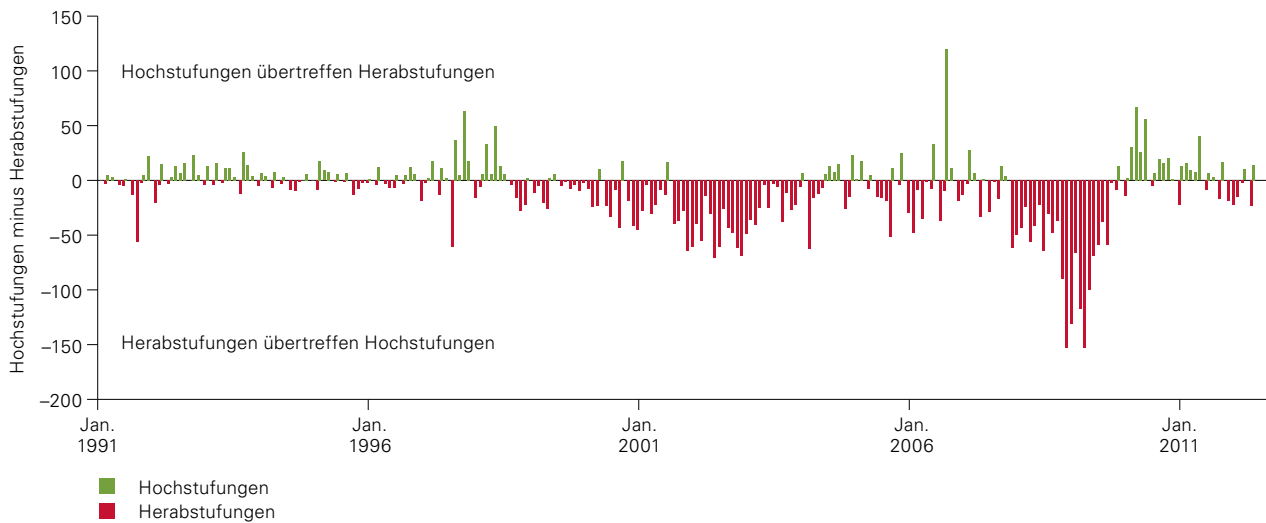
Einzigartige Risiken

Die Bonitätsratings von Hochzinsobligationen unterhalb von Investment Grade deuten auf ein erhöhtes Kreditrisiko sowie höhere erwartete Durchschnittserträge hin. Das erste Risiko besteht darin, dass eine Obligation herabgestuft werden könnte, weil sich die Aussichten verschlechtert haben, dass ihr Emittent seine ausstehenden Verbindlichkeiten angemessen bedienen kann. **Abbildung 4** auf Seite 5 zeigt den Nettoumfang der monatlichen Auf- und Abstufungen seit 1991 (Beginn der Aufzeichnung unserer Daten für einzelne Emissionen). Seit 1999 überwogen die Herabstufungen gegenüber den Anhebungen, oft erheblich. Natürlich war dieser Zeitraum von zwei Baissen an den Aktienmärkten geprägt. Aber selbst zwischen 2003 und Ende 2007 (einer Haussephase) überwogen in den meisten Monaten die Herabstufungen gegenüber den

² Diese Beziehung gilt nicht zwangsläufig auch für einzelne Obligationen. In der Regel ist das Ausfallrisiko umso grösser, je höher die Rendite ist.

Abbildung 4. Das Verhältnis zwischen Hoch- und Herabstufungen gibt Aufschluss über die Fundamentaldaten der Branche

Netto-Hochstufungen ggü. -Herabstufungen im Barclays U.S. Corporate High Yield Bond Index: Januar 1991 bis Mai 2012



Hinweis: Als Hoch- oder Herabstufung wird die Veränderung des Moody's-Ratings eines Werts von einem Monat zum nächsten bezeichnet.

Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten von Barclays.

Anhebungen. Natürlich können Herabstufungen symptomatisch für ein andauerndes Problem bei einem bestimmten Unternehmen sein. So zeigte Moody's Investors Service zum Beispiel auf, dass die durchschnittliche Ausfallobligation seit 1983 60 Monate vor dem Ausfall ein Rating von B1 hatte und kurz vor dem Ausfall ein Rating von Caa2 aufwies (vier Stufen tiefer auf der Skala). Ob ein Anleger von einem solchen Trend profitieren kann, ist fraglich, da die Herabstufung häufig nur das Ergebnis von Problemen ist, die der Markt bereits erkannt und eingepreist hat.

Änderungen am Rating einer Obligation können zwar mit Verlusten verbunden sein, das ultimative Risiko ist jedoch der Zahlungsausfall. **Abbildung 5** auf Seite 6 zeigt, dass die Ausfallquote am Hochzinsmarkt seit 1920 wesentlich höher war als am Investment-Grade-Markt und im Laufe der Zeit auch erhebliche Schwankungen aufwies. Diese Volatilität ist seit den 1980er Jahren deutlicher zutage getreten, als sich der Charakter der Emittenten veränderte und statt «fallen Angels» nun neue Unternehmen überwogen, die zum ersten Mal eine Schuldenfinanzierung durchführten. Wie von William J. Bernstein³ beschrieben, sind diese neuen Unternehmen in der Regel risikoreicher und haben eine geringere

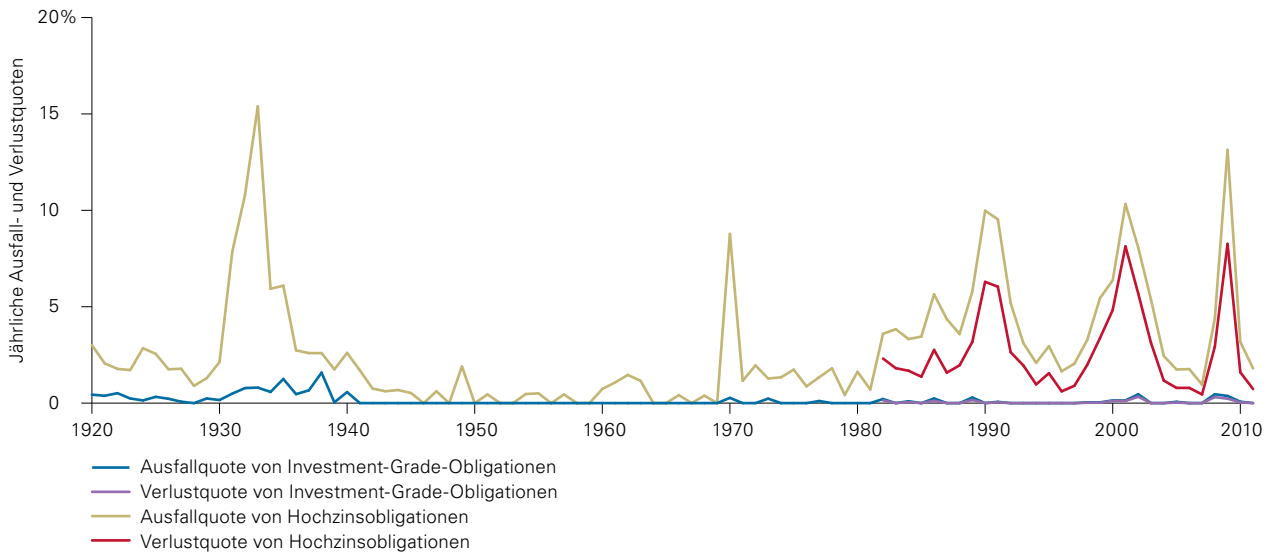
finanzielle Stabilität als «gefallene Engel». So entstand laut Moody's zwischen 1982 und 2010 bei Obligationen der Ratingkategorien Caa bis C in den fünf Jahren nach einem Ausfallereignis ein kumulativer Kreditverlust von 35%. Im Gegensatz dazu büssten Obligationen der Ratingkategorie B 16% ein und Obligationen mit Ba-Rating 7%. Diese Zahlen deuten darauf hin, dass die Erlösquote für das vom Kreditgeber eingesetzte Kapital umso höher ist, je höher die Qualität der von einem Ausfall betroffenen Obligation ist.

Für Anleger dürfte jedoch die Verlustquote wichtiger sein (also der Wert, der bei einem Ausfall nicht im Zuge des Konkursverfahrens zurückgeholt werden kann).⁴ Obwohl die Daten zu den Verlusten nicht so umfassend sind wie die zu den Ausfällen, wird klar, dass die Verluste bei Hochzinsobligationen erheblich waren. Daraus folgt, dass die Anleger insgesamt die im Durchschnitt ausgewiesene Rendite im Laufe der Zeit nicht realisieren konnten und im Schnitt auch nicht von sinkenden Zinssätzen profitierten. **Abbildung 6** auf Seite 6 verdeutlicht dies durch einen Vergleich der durchschnittlichen Rendite mit dem durchschnittlichen Jahresertrag (zum weiteren Vergleich zeigen wir auch Daten zum Barclays U.S. Aggregate Bond Index).

³ Vgl. Bernstein (2001).

⁴ Nicht alle Ausfälle enden vor dem Konkursgericht. Einige Emittenten schliessen mit den Kreditgebern Rückzahlungs- oder Umstrukturierungsvereinbarungen.

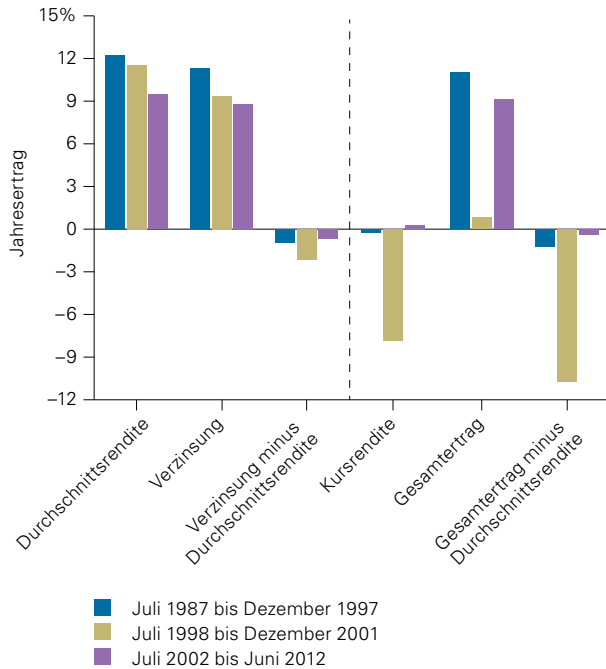
Abbildung 5. Ausfallrisiko für Hochzins- und Investment-Grade-Obligationen



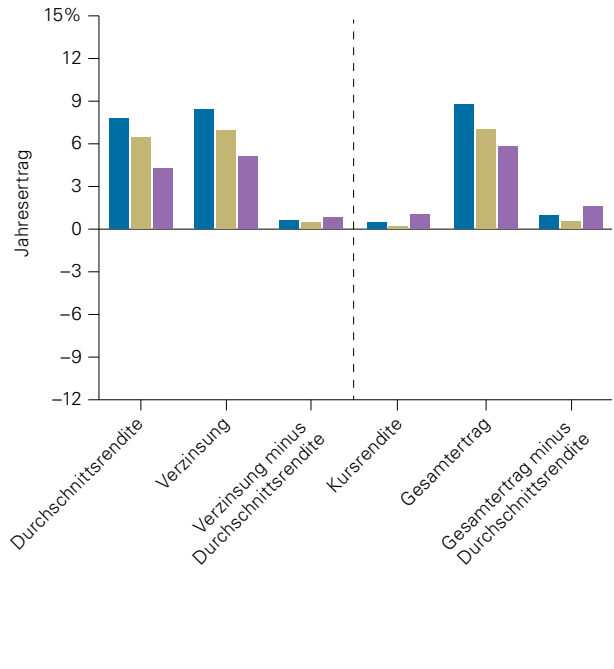
Hinweis: Ausfall- und Verlustquoten sind nach Emittenten gewichtet. Daten per 31.12.11.
Quelle: Moody's Investors Service.

Abbildung 6. Der Effekt von Ausfallverlusten

a. Barclays U.S. High Yield Corporate Bond Index



b. Barclays U.S. Aggregate Bond Index



Hinweis: Die Analyse deckt den Zeitraum Juli 1987 bis Juni 2012 ab.
Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten von Barclays.

Wir unterteilen die Renditehistorie in drei Segmente: zwei Phasen mit relativ normalen Beziehungen zwischen Kursrendite und Verzinsung, und eine Phase, von 1998 bis 2001, in der die Kurse von Hochzinsobligationen einen starken Rückschlag erlitten, der nicht wieder aufgeholt wurde. Obwohl diese Phase die ausgewiesenen Gesamterträge der gesamten Zeitreihe beeinträchtigt, darf man nicht vergessen, dass der Gesamtertrag selbst in der ersten und dritten Phase hinter der Durchschnittsrendite zurückblieb, vermutlich infolge der mit Ausfällen bei Hochzinsobligationen verbundenen Verlustquote. Wenn die Verluste kein Problem wären, könnte man davon ausgehen, dass die Verzinsung und die Gesamterträge in einer Phase sinkender Zinsen der Durchschnittsrendite entsprechen oder sie sogar übertreffen, wie in **Abbildung 6b** zu sehen.

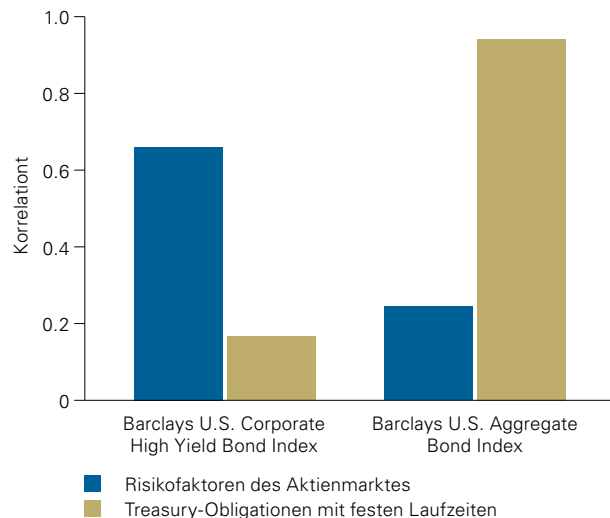
Ein weiteres Merkmal, das erklären könnte, warum die Erträge im Durchschnitt hinter den Renditen zurückblieben, ist die Kündbarkeit. Viele Hochzinsobligationen werden mit einer Kündigungsklausel ausgegeben, sodass der Emittent die Obligation durch eine andere Obligation zu günstigeren Konditionen ersetzen kann, wenn die Marktzinsen weit genug fallen. Diese Kündbarkeit begrenzt das Kurspotenzial einer Obligation (die Kurse bewegen sich in die entgegengesetzte Richtung zu den Renditen). Per 31. Juli 2012 waren 94% der Obligationen im Barclays U.S. Corporate High Yield Bond Index kündbar.⁵

Einzigartige Merkmale

Obwohl Hochzinsobligationen Kreditinstrumente sind, könnten sie aufgrund ihrer Ertragsmerkmale in den Augen vieler Anleger als Hybridwerte eingestuft werden. Wegen des mit den Unternehmen und Wertpapieren, aus denen sich dieser Markt zusammensetzt, verbundenen Ausfallrisikos weisen diese Obligationen Risiko- und Ertragsmerkmale auf, die in der Regel eher mit Aktien assoziiert werden. Dies steht im Gegensatz zu Investment-Grade-Obligationen, die hauptsächlich von den Bewegungen der Renditekurve von US-Treasuries bestimmt werden. **Abbildung 7** vergleicht die Korrelation von Hochzins- und Investment-Grade-Obligationen mit Veränderungen der Treasury-Renditekurve (repräsentiert durch die Zinssätze einer Reihe von massgeblichen US-Treasury-Obligationen mit festen Laufzeiten) und zu den wesentlichen Risikofaktoren des Aktienmarktes gemäss der Definition von Eugene Fama und Kenneth French – Aktienmarkt, Grösse und Stil (1983). Wie erwartet wiesen die Erträge

Abbildung 7. Hochzinsobligationen weisen eine hohe Korrelation zu Risikofaktoren von Aktien auf

Korrelation von Hochzins- und Investment-Grade-Obligationen zu Aktien und Risikofaktoren von Obligationen

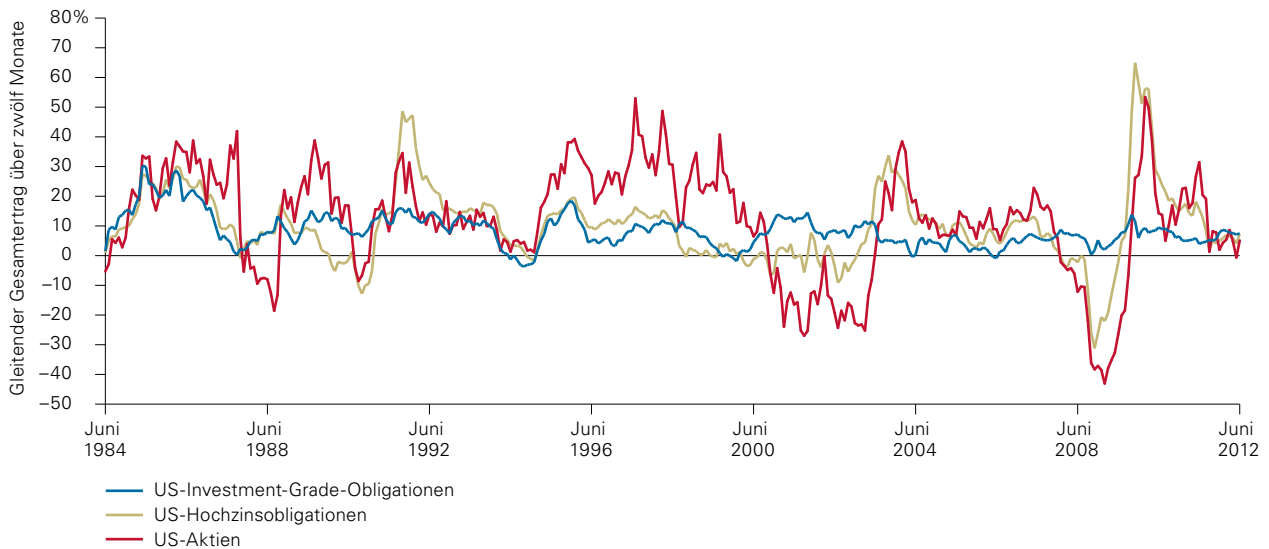


Anmerkungen: Die dargestellten Korrelationen ergeben sich aus einer multiplen Regressionsanalyse der identifizierten Faktoren. Mithilfe von alternativen Regressionsstatistiken lag der bereinigte Regressionskoeffizient des Barclays U.S. Corporate High Yield Bond Index gegenüber den Fama-French-Faktoren bei 0,432 und gegenüber Treasury-Obligationen mit festen Laufzeiten bei 0,01. Für den Barclays U.S. Aggregate Bond Index ergab sich ein Regressionskoeffizient von 0,05 bzw. 0,89. Hochzinsobligationen zeigten eine starke Beziehung zum Risikofaktor des Aktienmarktes – mit einer t-Statistik von 14,57. Die signifikanteste Beziehung auf der Renditekurve bestand zu 10-jährigen US-Treasuries, jedoch mit einer wesentlich geringeren t-Statistik von 2,43. Der Barclays U.S. Aggregate Bond Index zeigte eine geringfügige Beziehung von 3,52 zum Risikofaktor des Aktienmarktes (möglicherweise das Ergebnis der Komponente Investment-Grade-Unternehmensobligationen), jedoch eine wesentlich stärkere Beziehung von 6,18 zu 10-jährigen Treasury-Obligationen.

Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten von Barclays und der Kenneth R. French Data Library. Hochzinsobligationen repräsentiert durch den Barclays U.S. High Yield Corporate Bond Index. Obligationen mit festen Laufzeiten repräsentiert durch folgende Benchmark-Obligationen: 3 Monate, 6 Monate, 2 Jahre, 5 Jahre, 10 Jahre und 30 Jahre. Daten der Erträge für Benchmark-Treasury-Obligationen von Barclays. Aktienrisikofaktoren repräsentiert durch das Drei-Faktor-Modell von Fama und French: Aktienmarkt, Grösse (gross minus klein), und Stil (Growth minus Value). Daten für den Zeitraum vom 31. Juli 1983 bis einschl. 31. Dezember 2011.

⁵ 65% der Obligationen sind kündbar/erstattungsfähig. Das bedeutet, dass der Emittent die gekündigten Obligationen nicht mit den Erlösen einer Refinanzierung zurückzahlen kann (die Rückzahlung muss aus einem Kontokorrentkonto oder allgemeinen Konto geleistet werden). 0,2% (vier Obligationen) sind kündbar/rückerstattbar. Das heisst, der Emittent kann die gekündigten Obligationen mit dem Erlös einer Refinanzierung zurückzahlen. 23% sind europäische kündbare Obligationen. Das bedeutet, dass der Emittent eine einmalige Option zur Kündigung der Obligation hat. 5% sind sogenannte «Make-whole-Obligationen». Das heisst, dass der Emittent die Restschulden gemäss einer Berechnung des Nettogegenwartswerts zurückzahlen kann.

Abbildung 8. Hochzinsobligationen verzeichneten Phasen mit obligationenähnlichen und mit aktienähnlichen Erträgen



Anmerkungen: US-Aktien repräsentiert durch den MSCI USA Index, US-Investment-Grade-Obligationen durch den Barclays U.S. Aggregate Bond Index und US-Hochzinsobligationen durch den Barclays U.S. Corporate High Yield Bond Index. Daten für den Zeitraum vom 1. Juli 1983 bis einschl. 30. Juni 2012.

Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten von Barclays und Thomson Reuters Datastream.

von Investment-Grade-Obligationen in der Vergangenheit eine hohe Korrelation zur Dynamik der Renditekurve auf. Im Gegensatz dazu weisen Hochzinsobligationen eine engere Korrelation zu den Risikofaktoren auf, die in der Regel mit dem Aktienmarkt assoziiert werden, und weniger mit der Dynamik der Zinsstrukturkurve.

Aufgrund dieser dualen Beziehung verzeichneten Hochzinsobligationen Phasen, in denen sie grössere Ähnlichkeit mit traditionellen Investment-Grade-Obligationen aufwiesen (Mitte bis Ende der 1990er Jahre), sowie Zeiten, in denen sie sich eher wie Aktien verhielten (die frühen 1990er und die 2000er Jahre), wie in **Abbildung 8** zu sehen ist. Selbst in Marktphasen mit steigenden Zinsen, wenn anzunehmen wäre, dass die Duration und die obligationenähnliche Natur von Hochzinsobligationen durchscheinen sollten, zeigten sie widersprüchliche Erträge – ebenfalls mit Phasen, in denen die Erträge eher Obligationen glichen und anderen, in denen sie eher an Aktien erinnerten.

Auswirkungen für Anleger

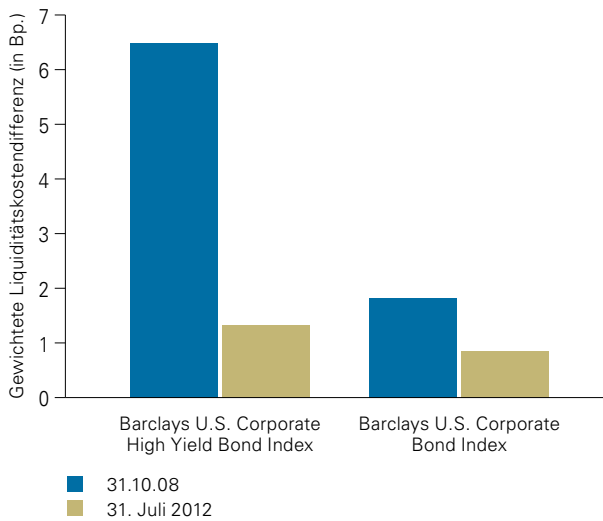
Aufgrund ihrer Beziehung zum Aktienmarkt und da sie nicht im Investment-Grade-Universum repräsentiert sind, sollte man meinen, dass sich Hochzinsobligationen zur Diversifikation der Portfolios von Anlegern mit signifikanten Allokationen in Investment-Grade-Obligationen oder Aktien eignen. Trotz dieser ansprechenden Theorie lässt die Entwicklung der Vergangenheit jedoch darauf schliessen, dass die Argumente für die Hinzufügung eines langfristigen strategischen Engagements in Hochzinsobligationen nicht so eindeutig sind.⁶

Zum einen müssen die Anleger die Illiquidität und den mangelnden Zugang zum Grossteil des Hochzinsmarktes berücksichtigen.⁷ Dies lässt sich anhand der Wertung der Liquiditätskosten abschätzen, die Barclays für jede Obligation in einem bestimmten Index zur Verfügung stellt. Diese Kennziffer misst die Kosten (in Basispunkten) einer sofort ausgeführten Roundtrip-Transaction für ein übliches institutionelles

6 Wie bei jeder steuerpflichtigen Obligation sollten Anleger, die sich für Hochzinsobligationen interessieren, ihren Einkommensteuersatz berücksichtigen, und überlegen, ob sie die Obligationen in einem steuerpflichtigen Depotkonto oder einem Depotkonto mit Steueraufschub halten wollen. Diese Überlegungen können entscheidenden Einfluss auf den relativen Erfolg einer bestimmten Allokation haben.

7 Für eine eingehendere Diskussion der Illiquiditätsaspekte vgl. Lee (2012).

Abbildung 9. Illiquidität am Hochzinsmarkt kann teuer werden



Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten von Barclays.

Handelsgeschäft, wie es von einem typischen Fonds oder ETF durchgeführt würde. **Abbildung 9** vergleicht die gewichteten durchschnittlichen Liquiditätskosten für den Hochzins-Index mit der entsprechenden Kennziffer für den Barclays U.S. Corporate Bond Index. Es werden zwei Zeiträume gezeigt: 31. Oktober 2008 (der Höhepunkt der Liquiditätsverknappung am Obligationenmarkt) und 31. Juli 2012 (eine normalere Phase). Es ist deutlich zu sehen, dass Hochzins-Portfolios mit erheblichen Illiquiditätskosten verbunden sein können, insbesondere in Stressphasen.

Die Alternative wäre, Obligationen in liquideren Segmenten des Marktes zu halten. Barclays zufolge enthielt das als «sehr liquide»⁸ definierte Segment jedoch nur 211 Titel mit einem Marktkapitalisierungswert von 226 Mrd. USD per 30. Juni 2012, gegenüber 1915 Titeln und einer Marktkapitalisierung von 1 Bio. USD im breiter gefassten U.S. High Yield Corporate Bond Index. Ausserhalb dieser 211 Titel kann der Handel unregelmässig sein. Das heisst, dass sich Kurse und Bewertungen nur schwer feststellen lassen. Dies ist eine signifikante Beeinträchtigung bei der Nutzung der Vorteile von Hochzinsobligationen. Tatsächlich zeigt eine einfache Effizienzgrenzenanalyse anhand des Barclays U.S. Very Liquid High Yield Corporate Bond Index oder

des Barclays Ba/B High Yield Corporate Bond Index (ein qualitativ höherwertiger Index, der niedriger eingestufte und theoretisch weniger liquide Obligationen ausklammert), dass die Entscheidung, in Hochzinsobligationen zu investieren, im Ergebnis belanglos ist. Wie in **Abbildung 10** auf Seite 10 zu sehen ist, sind sie für einen Anleger ungeachtet des Ausgangsportfolios weder vorteilhaft noch nachteilig. Sofern alle anderen Voraussetzungen gleich bleiben, müsste man dann die Kosten des Portfolios und die Kosten der Umsetzung (aktiv oder passiv) berücksichtigen, um diese Entscheidung zu treffen.

Eine letzte Überlegung für Anleger, die sich für Hochzinsobligationen interessieren, ist, ob das gewählte Anlageinstrument das erwartete Engagement und die gewünschte Ergebnis bietet. Viele Anleger bauen ein Portfolio anhand der Ergebnisse einer Portfoliooptimierungsmethode (wie der in **Abbildung 10** gezeigten Effizienzgrenzenanalyse) auf. Bei der Berechnung der Optimierung wird häufig die Ertragshistorie der breitesten High-Yield-Benchmark verwendet, nicht ein investierbares Instrument.

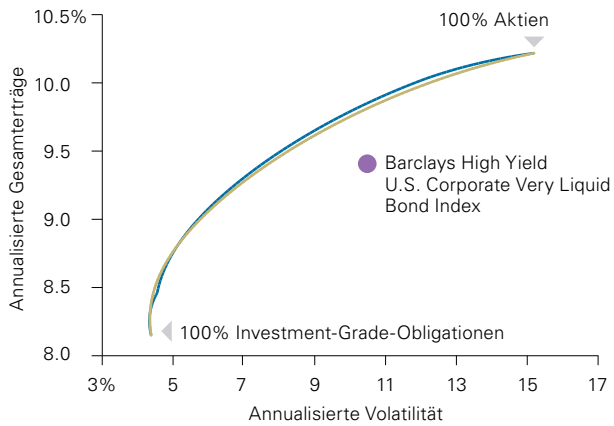
Abbildung 11 auf Seite 10 zeigt alle Fonds – aktive (blau) und Indexfonds oder ETFs (rot) –, die zu irgendeinem Zeitpunkt seit 1987 mindestens 60 Monate kontinuierliche Erträge vorweisen konnten, und wie sie sich während ihrer Ertragshistorie im Vergleich zu den drei Versionen des Barclays U.S. Corporate High Yield Bond Index entwickelt haben. Interessant ist, dass in keinem Fall eine Mehrheit der aktiv verwalteten Fonds eine überdurchschnittlich gute Wertentwicklung vorweisen konnte. Tatsächlich war die Benchmark, die aktiven Managern die besten Chancen für eine relative Outperformance gab, der Ba/B-Index. Aber selbst hier konnten nur 21% der Manager den Index übertreffen und nur 6% bei einer geringeren Volatilität.⁹ Ein möglicher Grund dafür könnte die Schwierigkeit der Anlage in Hochzinsobligationen sein. Ein anderer dürfte in den langfristigen Kosten des Portfolios bestehen. So betrug beispielsweise der vermögensgewichtete Kostensatz für Hochzinsfonds per Dezember 2011 laut Morningstar 118 Basispunkte. Dies entspricht einer erheblichen Hürde, um auch nur mit einer Index-Benchmark gleichzuziehen, bei der keine Kosten anfallen. Interessant ist auch, dass keiner der ETFs im Hinblick auf die Erträge und die Volatilität mit einem der Vergleichsindizes Schritt halten konnte. Dies unterstreicht die Schwierigkeiten, mit denen Anleger konfrontiert werden, wenn sie versuchen, die theoretischen Vorteile von Hochzinsobligationen in ihren Portfolios zu nutzen.

⁸ Um in den Barclays U.S. Very Liquid High Yield Corporate Bond Index aufgenommen zu werden, muss jede Anleihe in den letzten drei Jahren ausgegeben worden sein, einen ausstehenden Betrag von mindestens USD 600 Mio. aufweisen und die grösste Anleihe des Emittenten sein.

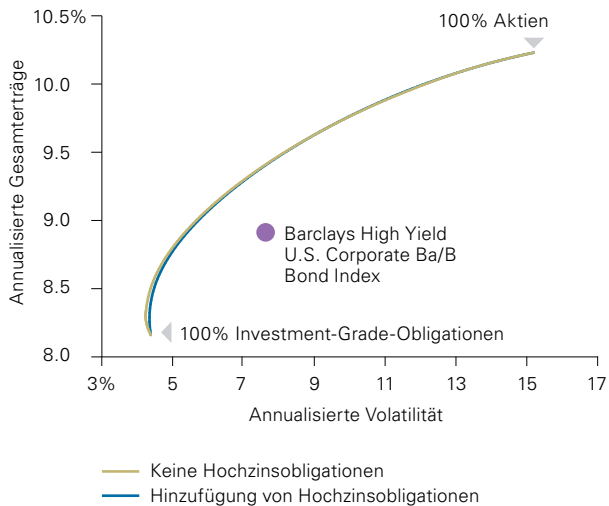
⁹ Interessanterweise blieben eine ganze Reihe von Fonds hinter ihrem Referenzindex zurück, aber mit geringerer Volatilität. Gemessen an der risikobereinigten Rendite übertrafen 75% den Barclays U.S. Corporate High Yield Bond Index, 44% übertrafen den Barclays Ba/B Bond Index und 90% schnitten besser ab als der Barclays U.S. Very Liquid Corporate Bond Index. Dies könnte natürlich auch darauf hindeuten, dass die Fondsmanager hochverzinsliche Werte halten, die nicht unter das liquide Segment fallen, sodass ihre Bewertungen auf Schätzungen beruhen und/oder im Laufe der Zeit geglättet werden. Das könnte der Grund für die geringere relative Volatilität der Fonds sein, würde aber ihre Underperformance nicht erklären, wenn man davon ausgeht, dass die Anlage in illiquiden Werten im Durchschnitt mit einer «Liquiditätsprämie» verbunden ist.

Abbildung 10. Die Hinzufügung von «investierbaren» Hochzinsobligationen hat kaum Auswirkungen auf das Portfoliorisiko und den Ertrag

a. Auswirkung der Hinzufügung «sehr liquider» Hochzinsobligationen zu einem traditionellen Portfolio



b. Auswirkung der Hinzufügung von Hochzinsobligationen der Ratingkategorie Ba/B zu einem traditionellen Portfolio

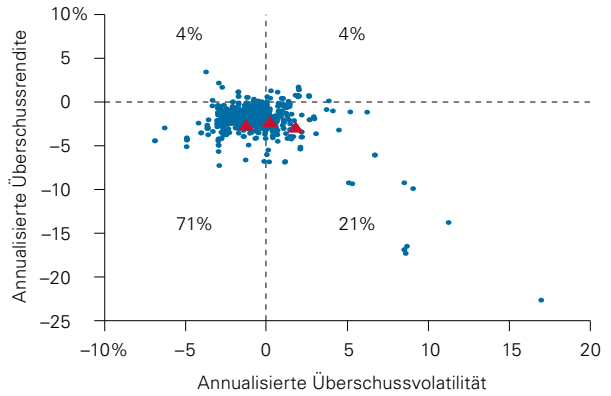


Anmerkungen: Für die Aktienallokation gehen wir von einer konstanten Allokation von 30% in diversifizierten Auslandsaktien aus. Die Portfolioallokationen verändern sich in 1-Prozent-Schritten von 100% Obligationen zu 100% Aktien. Hochzinsobligationen wurden in 1-Prozent-Schritten hinzugefügt, wobei 50% von der Allokation in Investment-Grade-Obligationen und 50% von der Aktienallokation abgezogen wurden. Die Allokation in Hochzinsobligationen ist auf 20% des Portfolios begrenzt. Für die Analyse verwenden wir folgende Indizes: für US-Aktien den MSCI USA Index, für Auslandsaktien von Juli 1983 bis Ende Dezember 1987 den MSCI World ex U.S. Index und danach den MSCI All Country World ex U.S. Index, für Investment-Grade-US-Obligationen den Barclays U.S. Aggregate Bond Index, für die US-Hochzinsobligationen in Abb. 10a von Juli 1983 bis Ende Dezember 1993 den Barclays U.S. High Yield Corporate Bond Index und danach den Barclays U.S. Very Liquid High Yield Corporate Bond Index sowie für Abb. 10b von Juli 1983 bis Ende Dezember 1992 den Barclays U.S. High Yield Corporate Bond Index und danach den Barclays U.S. Ba/B High Yield Corporate Bond Index. Daten per 30. Juni 2012.

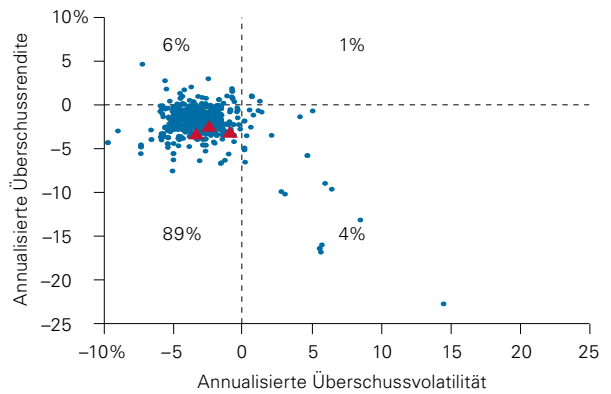
Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten von Barclays und Thomson Reuters Datastream.

Abbildung 11. Wie haben Anleger mit Hochzinsfonds abgeschnitten?

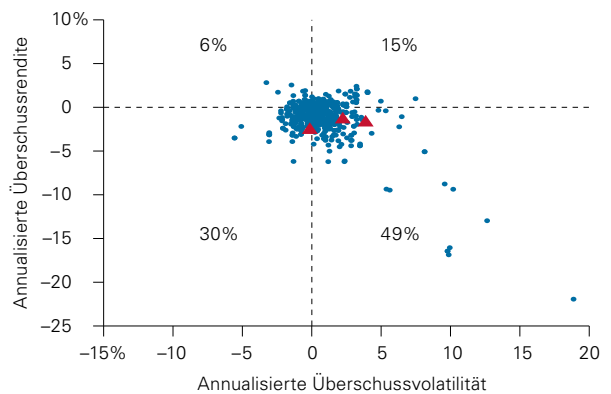
a. Fonds gegenüber Barclays U.S. Corporate High Yield Bond Index



b. Fonds gegenüber Barclays U.S. High Yield Very Liquid Index



c. Fonds gegenüber Barclays U.S. High Yield Ba/B Index (annualisiert)



Anmerkungen: Die Daten umfassen alle Fonds und Anteilsklassen von Fonds in der Morningstar-Kategorie für Hochzins-Unternehmensobligationen, ETFs und Fonds, die im Laufe der Zeit aufgelöst oder zusammengelegt wurden. Alle Fonds mit mindestens 60 Monaten kontinuierlicher Daten wurden für den Zeitraum, in dem der Fonds aktiv war mit der entsprechenden Benchmark verglichen. Die Überschussrenditen wurden monatlich und annualisiert berechnet.

Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten von Morningstar, Barclays und Thomson Reuters Datastream.

Fazit

Da Hochzinsobligationen in Investment-Grade-Indizes wie dem Barclays U.S. Aggregate Bond Index nicht enthalten sind, ist es durchaus sinnvoll, ihre Auswirkung auf ein traditionelles Portfolio zu untersuchen. Eine marktgewichtete Allokation (rund 5% der festverzinslichen Anlagen) in diesen Obligationen würde ein diversifiziertes Portfolio nicht signifikant verbessern oder beeinträchtigen. Eine Allokation in dieser Grösse wäre jedoch ein sehr geringer Teil des Portfolios, insbesondere für ausgewogene Strategien. Für Anleger, die sich für grössere Allokationen interessieren, deuten die Daten und die Entwicklung in der Vergangenheit darauf hin, dass die Verlustrisiken in der Regel gegenüber den Diversifikationsvorteilen überwogen haben, denn Hochzinsobligationen zeigten in der Vergangenheit Merkmale sowohl von Aktien als auch Obligationen. Beide sind jedoch in den meisten Portfolios ohnehin vertreten. Nicht zuletzt könnte es den Anlegern schwer fallen, die Performance der Anlageklasse effektiv zu nutzen, da Liquiditätsengpässe, wie von uns aufgezeigt, zu einer allgemeinen Underperformance gegenüber den diversifiziertesten Hochzinsindizes geführt haben.

Bibliographie

- Bernstein, William J., 2001. *Credit Risk: How Much? When?* available at: <http://www.efficientfrontier.com/ef/401/junk.htm>.
- Fama, Eugene F. und Kenneth R. French; 1993. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics* 33: 3-56.
- Holst, Roland, 2005. *Debt or Equity? An Empirical Investigation of High Yield Risk Factors*. Chicago: University of Chicago.
- Helwege, Jean und Paul Kleiman, 1996. Understanding Aggregate Default Rates of High Yield Bonds. *Current Issues in Economics & Finance*. Federal Reserve Bank of New York, 2 (6).
- Lee, Samuel, 2012. *When Indexing Fails: Junk Bonds. Seeking Alpha*; available at: <http://seekingalpha.com/article/729661-when-indexing-fails-junk-bonds?source=feed>.
- Moody's Investors Service, 2011. *Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2010*, New York: Moody's Investors Service.
- Philips, Christopher B., David J. Walker und Francis M. Kinniry Jr., 2012. *Dynamic Correlations: The Implications for Portfolio Construction*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

CFA[®] ist eine Marke des CFA Institute.

2012 MorningStar, Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die im vorliegenden Dokument enthaltenen Informationen: (1) stehen im Eigentum von MorningStar und/oder seiner Inhaltsanbieter, (2) dürfen nicht kopiert oder weiterverteilt werden und (3) unterliegen keiner Garantie für Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität. MorningStar und seine Inhaltsanbieter übernehmen keine Verantwortung für irgendwelche Schäden oder Verluste, die sich aus irgendeiner Verwendung dieser Informationen ergeben.