

Die Entwicklung von High-Yield-Anleihen zu einer bedeutenden Assetklasse

High-Yield-Anleihen haben sich zu einer Assetklasse entwickelt, die größer, besser etabliert und weniger riskant ist als früher.

Allianz 
Global Investors

Verstehen. Handeln.



Inhalt

- 5 Was sind High-Yield-Anleihen?
- 6 High-Yield-Anleihen früher und heute
- 7 Vorteile von Investments in High-Yield-Anleihen
- 9 Ausblick für High-Yield-Anleihen
- 11 Einsatz von High-Yield-Anleihen im Rahmen einer Asset-Allocation-Strategie
- 14 Literaturhinweise

Impressum

Allianz Global Investors Europe GmbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main

Capital Markets & Thematic Research
Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn), Stefan Scheurer (st)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter
www.allianzglobalinvestors.de
Alle Publikationen sind abonnierbar unter
www.allianzglobalinvestors.de/newsletter
Verpassen Sie auch unsere Podcasts nicht:
www.allianzgi.de/podcast

Die Entwicklung von High-Yield-Anleihen zu einer bedeutenden Assetklasse

Während sich die Renditen erstklassiger Anleihen in der Nähe historischer Tiefs befinden, erleben High-Yield-Anleihen einen massiven Ansturm der Investoren. Dies nährt Sorgen um eine Überhitzung des High-Yield-Marktes, nach Einschätzung von Allianz Global Investors sollten hochverzinsliche Anleihen allerdings weniger als kurzfristige taktische Investments, sondern eher als strategische Allokation betrachtet werden. High-Yield-Anleihen haben sich zu einer legitimen Assetklasse entwickelt, die größer, besser etabliert und weniger riskant ist als früher, und die zudem regelmäßige Erträge generiert, was sie in den meisten diversifizierten Portfolios zu einer soliden Beimischung werden lässt. Und nicht zuletzt trägt auch das aktuelle Umfeld weiterhin zur Attraktivität von High-Yield-Anleihen bei. Aktive Vermögensverwalter mit strikten Credit-Research-Prozessen können Investoren dabei unterstützen, das Chance-Risiko-Potenzial dieser Assetklasse bestmöglich auszuschöpfen.

¹ Quelle: Strategic Insights.
Stand: 31.12.2012.

High-Yield-Anleihen haben sich in den vergangenen Jahren zu einem beliebten Investmentvehikel entwickelt, und das aus gutem Grund, denn sie bieten ein attraktives Ertragspotenzial in einem Umfeld niedriger Renditen, in dem die Zinsen am kurzen Ende zumindest bis 2015 nahe Null verharren dürften. Fakten, die für High-Yield-Anleihen sprechen:

- Die Rendite von High-Yield-Anleihen lag **per 31.12.2012 bei 6,28%**.
- High-Yield-Anleihen zählen zu den wenigen potenziellen Quellen von **Erträgen im oberen einstelligen Prozentbereich**.
- Im Jahr 2012 verzeichneten High-Yield-Anleihefonds **Mittelzuflüsse von 36,3 Milliarden USD**.

In den zurückliegenden dreieinhalb Jahren waren die Mittelzuflüsse in High-Yield-

Anleihefonds sogar höher als in den vorangegangenen 20 Jahren zusammen.¹

Nach unserer Ansicht ist eine Assetklasse nicht automatisch überbewertet, nur weil sie attraktiv ist und sich gut entwickelt. Wie wir später in diesem Dokument aufzeigen werden, weisen Unternehmen des High-Yield-Segments in der Regel solide Gewinne und historisch niedrige Ausfallraten auf – Qualitäten, die manchen Investoren eine Prämie wert sein dürfte.

Welchen Stellenwert sollten High-Yield-Anleihen also in einem diversifizierten Portfolio einnehmen? Um eine Antwort auf diese Frage zu erhalten, ist es vielleicht hilfreich, mit einer kurzen Definition und einem Überblick über die historische Entwicklung von High-Yield-Anleihen zu beginnen.

Im Vergleich mit anderen Assetklassen zeichnen sich High-Yield-Anleihen aktuell durch attraktive Renditen aus.

Was sind High-Yield-Anleihen?

High-Yield-Anleihen bilden gemeinsam mit Investment-Grade-Anleihen die beiden Segmente der als Unternehmensanleihen bezeichneten Schuldverschreibungen, die von öffentlichen und privaten Unternehmen zur Kapitalaufnahme an den Anleihemärkten begeben werden.

- Investment-Grade-Anleihen werden von Unternehmen mit der höchsten Kreditwürdigkeit (Bonität) begeben. Ihre Bonitätseinstufung (Rating) liegt zwischen „AAA“ und „BBB-“ (bzw. dem entsprechenden Äquivalent). Die Nominalzinsen dieser Anleihen sind geringfügig höher als jene von Staatsanleihen.
- High-Yield-Anleihen werden von Unternehmen mit niedrigerer Bonität (ermittelt nach den allgemein akzeptierten Standards

führender Rating-Agenturen) begeben. Das Rating dieser Emittenten liegt unterhalb von „BBB“ (bzw. dem entsprechenden Äquivalent). Die Nominalzinsen dieser Anleihen liegen deutlich über jenen von Staatsanleihen, um sie für potenzielle Investoren attraktiver zu machen.

Die Bonität eines Emittenten von Unternehmensanleihen wird von spezialisierten Rating-Agenturen wie Standard & Poor's (S&P), Moody's und Fitch bewertet (siehe **Schaubild 1**). Die Ratings dieser Agenturen sollen ein genaues Abbild des Kreditrisikos, d. h. des Risikos eines möglichen Zahlungsausfalls des Emittenten, darstellen. Ein Rating wird mindestens einmal im Jahr überprüft. Es kann beibehalten, angehoben oder gesenkt werden, oder bis zum Abschluss einer ergänzenden Prüfung „unter Beobachtung“ mit positivem oder negativem Ausblick stehen.

Schaubild 1: Das gesamte Rating-Spektrum von Unternehmensanleihen

Überblick über die Bonitätsgrade der führenden Rating-Agenturen, aus der die verschiedenen Stufen der Kreditwürdigkeit auf dem Markt für Unternehmensanleihen hervorgehen.

	Moody's		Standard & Poor's		Fitch	
	Langfrist-Rating	Kurzfrist-Rating	Langfrist-Rating	Kurzfrist-Rating	Langfrist-Rating	Kurzfrist-Rating
Investment Grade	Aaa	Prime-1	AAA	A-1	AAA	F1+
	Aa1	Prime-1	AA+		AA+	F1+
	Aa2	Prime-1	AA		AA	F1+
	Aa3	Prime-1	AA-		AA-	F1+
	A1	Prime-1	A+	A-1	A+	F1+ or F1
	A2	Prime-1 or Prime-2	A		A	F1
	A3	Prime-1 or Prime-2	A-	A-2	A-	F1 or F2
	Baa1	Prime-2	BBB+		BBB+	F2
	Baa2	Prime-2 or Prime-3	BBB	A-3	BBB	F2 or F3
	Baa3	Prime-3	BBB-		BBB-	F3
Spekulativ/High-Yield	Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B
	Ba2		BB		BB	B
	Ba3		BB-		BB-	B
	B1		B+		B+	B
	B2		B		B	B
	B3		B-	B-	B	
	Caa1		CCC+	C	CCC	C
	Caa2		CCC		CC	C
	Caa3		CCC-		C	C
	Ca		CC		RD/D	RD/D
C	C					

Quellen: Standard & Poor's; Moody's; Fitch. Langfrist-Ratings sind Meinungen über das relative Kreditrisiko festverzinslicher Wertpapiere mit einer Ursprungslaufzeit von einem Jahr oder darüber. Kurzfrist-Ratings sind Meinungen über die Fähigkeit eines Emittenten, seinen kurzfristigen finanziellen Verpflichtungen (d. h. innerhalb der kommenden 13 Monate) nachzukommen. Darin spiegelt sich die grundlegende Bedeutung der Liquidität und der kurzfristigen Bedenken bei der Beurteilung des längerfristigen Kreditprofils wider. Ein Ranking, Rating oder eine Auszeichnung ist kein Indikator für die künftige Entwicklung und unterliegt Veränderungen im Laufe der Zeit.

Unter „Kandidaten für eine Rating-Heraufstufung“ versteht man Emittenten mit Aussicht auf eine Verbesserung ihrer Bonität, die häufig zu einem Kursanstieg der entsprechenden Anleihen führt.

Der Renditeabstand („Spread“) von High-Yield-Anleihen gegenüber Staatsanleihen resultiert primär aus der Bonität des Emittenten. Erfahrene High-Yield-Investoren halten Ausschau nach „Kandidaten für eine Rating-Heraufstufung“, d. h. Anleihen von Emittenten mit Aussicht auf eine Verbesserung ihrer Bonität. Eine Verbesserung der Emittentenbonität begründet einen niedrigeren Spread, der in der Regel zu einem Rückgang der Rendite und zu einem Kursanstieg der Anleihen führt. Umgekehrt ist es ebenso wichtig, Schuldtitel von Emittenten zu meiden, deren Bonität sich verschlechtern wird: Ein Rückgang der Bonität begründet einen steigenden Spread, der in der Regel zu einem Anstieg der Rendite und zu einem automatischen Kursverlust der Wertpapiere führt.

High-Yield-Anleihen früher und heute

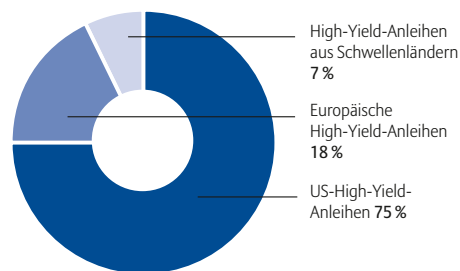
Während High-Yield-Anleihen für die einen Investoren ein unverzichtbarer Bestandteil ihres Portfolios sind, fristen sie bei anderen ein Nischendasein oder werden völlig ignoriert. Dies könnte zumindest teilweise an einigen weitverbreiteten Missverständnissen über diese Assetklasse liegen, die sich in den jüngsten Jahrzehnten erheblich verändert hat.

Früher: Unreifer Markt und kurzlebiger Boom

Vor 1977 stammten praktisch alle High-Yield-Anleihen (auch „Ramschanleihen“ genannt) von „gefallenen Engeln“ – Unternehmen, die

Schaubild 2: Die USA als weltgrößter High-Yield-Markt

Der Marktwert des globalen High-Yield-Marktes beträgt 1,525 Billionen USD, wovon 1,144 Billionen USD auf den US-High-Yield-Markt entfallen, der damit das breiteste Chancenspektrum für Investoren bietet.

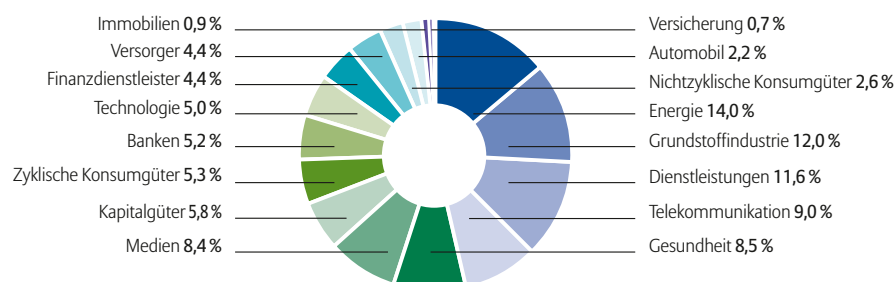


Quelle: BofA Merrill Lynch; Stand: 31.12.2012. US-High-Yield-Anleihen werden durch den BofA Merrill Lynch High Yield Master II Index abgebildet; europäische High-Yield-Anleihen werden durch den BofA Merrill Lynch Euro High Yield Index abgebildet, High-Yield-Anleihen aus Schwellenländern werden durch den BofA Merrill Lynch Global Emerging Market Credit Index abgebildet. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Wenn die Währung, in welcher die frühere Wertentwicklung dargestellt wird, von der Heimatwährung des Anlegers abweicht, sollte der Anleger beachten, dass die dargestellte Wertentwicklung aufgrund von Wechselkursschwankungen höher oder niedriger sein kann, wenn sie in die lokale Währung des Anlegers umgerechnet wird.

ihr ursprüngliches Investment-Grade-Rating durch Herabstufungen eingebüßt hatten und damit eine erhöhte Ausfallwahrscheinlichkeit aufwiesen.

Schaubild 3: Breite Diversifizierung des High-Yield-Universums

Die breite Palette von Sektoren des US-High-Yield-Marktes unterstützt Investoren bei der Diversifizierung ihrer Anleihe-Investments.



Quellen: BofA Merrill Lynch; Bloomberg; Allianz Global Investors. Stand: 31.12.2012. Angaben auf Grundlage des BofA Merrill Lynch High Yield Master II Index. Prozentanteil der Sektoren nach Marktwert. Diversifikation ist kein Garant für die Erzielung von Erträgen oder die Vermeidung von Verlusten.

Im Jahr 1977 kamen jedoch als High-Yield-Anleihen begebene Neuemissionen auf den Markt, woraufhin es bald zu einem Boom dieser Assetklasse kam. Der neue Markt wurde größtenteils von der Investmentbank Drexel Burnham Lambert und ihrem Starhändler Michael Milken aufgebaut; er eröffnete zahlreichen Unternehmen – die als „schlechte“ Investments galten und von Banken kein Geld mehr erhielten – eine neue Möglichkeit zur Fremdkapitalaufnahme.

In den 1980er-Jahren wurde das Image von High-Yield-Anleihen durch Gesetzesverstöße und Skandale von Drexel Burnham Lambert schwer erschüttert. Im Zuge steigender Zinsen und Ausfallraten sowie infolge eines neuen regulatorischen Umfelds trocknete der High-Yield-Markt schließlich aus.

Heute: Reifer Markt schafft neues Umfeld

In den vergangenen Jahrzehnten hat sich das Umfeld für High-Yield-Anleihen drastisch verändert.

- Die Bruttoemission von US-High-Yield-Anleihen lag 1990 bei lediglich 150 Milliarden USD gegenüber einem Emissionsvolumen von mehr als 1,3 Billionen USD im Jahr 2012.
- 40% aller ausstehenden Unternehmensanleihen entfallen inzwischen auf das High-Yield-Segment
- Die USA stellen den größten Anteil des globalen Marktes für High-Yield-Unternehmensanleihen (siehe **Schaubild 2**).
- Das US-High-Yield-Anleiheuniversum bietet eine breite Diversifizierung (siehe **Schaubild 3**). Im Unterschied zu früher sind High-Yield-Anleihen heute nicht mehr auf einige wenige Sektoren konzentriert.
- Heute verwenden Unternehmen ihre Erlöse seltener für Übernahmen oder Neuinvestitionen als früher. Stattdessen refinanzieren sie ihre Bilanzen und senken ihre Fremdkapitalkosten, wodurch das Ausfallrisiko verringert wird.

Vorteile von Investments in High-Yield-Anleihen

Die Entwicklung des High-Yield-Anleihemarktes macht aus diesem Segment eine legitime Assetklasse zur Portfoliodiversifikation und festigt die Rolle hochverzinslicher Anleihen als wichtiges strategisches Investment. Nach unserer Einschätzung bietet die Anlage in High-Yield-Anleihen drei Hauptvorteile: Ertragspotenzial, Risikodiversifizierung und eine bessere Positionierung gegen Inflation und steigende Zinsen als andere Anleihearten.

Die aktuell hohen Renditen kommen dem Bedarf der Investoren nach auskömmlichen Erträgen entgegen

Im Zuge historisch niedriger Zinsen beträgt der Renditeabstand von High-Yield-Anleihen gegenüber US-Staatsanleihen gegenwärtig rund 531 Basispunkte.² Damit erhalten High-Yield-Anleihen einen signifikanten Vorteil gegenüber US-Staatsanleihen, die gegenwärtig sogar negative Realzinsen abwerfen. Zwar garantiert die US-Regierung bei US-Staatsanleihen für fristgerechte Zins- und Tilgungszahlungen, bei High-Yield-Anleihen finden Investoren jedoch attraktive Ertragschancen.

High-Yield-Anleihen ermöglichen die Diversifizierung des Portfoliorisikos

Neben potenziell hohen und regelmäßigen Erträgen bieten High-Yield-Anleihen noch weitere Vorteile für ein Portfolio:

- **Schaubild 4** zeigt, dass High-Yield-Anleihen im Vergleich zu traditionellen Assetklassen – darunter US-Standard- und –Nebenwerte sowie internationale Aktien – ein vorteilhaftes Rendite-Risiko-Profil mit aktienähnlichen Renditen bei zugleich weitaus geringerer Volatilität aufweisen. High-Yield-Anleihen sind im Allgemeinen weniger volatil, da sie einen stetigen Ertragsstrom bieten, der in schwachen Marktphasen als Puffer dient.
- **Schaubild 5** zeigt, wie durch Beimischung von High-Yield-Anleihen die Risiken in einem Portfolio festverzinslicher Wertpapiere reduziert und das langfristige Ertragspotenzial gesteigert werden kann.

High-Yield-Anleihen haben sich seit den 1980er-Jahren erheblich verändert.

² Quellen: BofA Merrill Lynch; Allianz Global Investors. Stand: 31.12.2012.

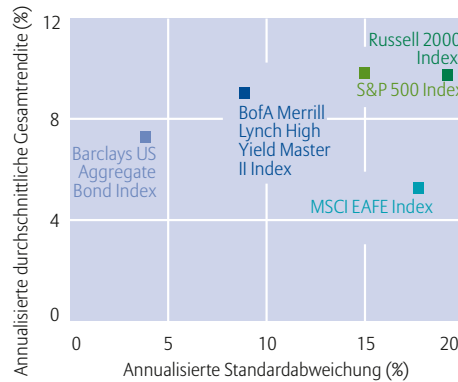
US-High-Yield-Anleihen sind heute eine robuste, diversifizierte und reife Assetklasse.

Das High-Yield-Segment verzeichnete in der Vergangenheit ein günstigeres Rendite-Risiko-Profil als traditionelle Assetklassen.

High-Yield-Anleihen bieten Investoren eine effektive Diversifizierung ihres Gesamtportfolios.

Schaubild 4: Vorteilhaftes Rendite-Risiko-Profil von High-Yield-Anleihen

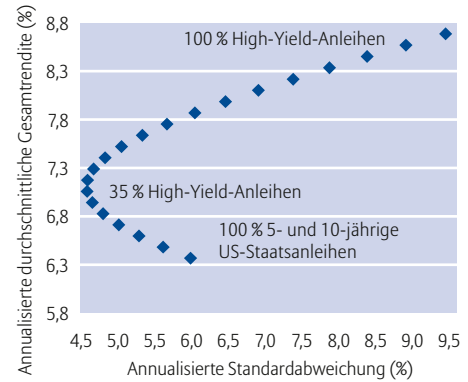
High-Yield-Anleihen weisen im Vergleich zu traditionellen Assetklassen ein vorteilhaftes Rendite-Risiko-Profil mit aktienähnlichen Renditen bei zugleich geringerer Volatilität auf.



Quellen: BofA Merrill Lynch; FactSet; Allianz Global Investors. Datenhorizont: 31.01.1988-31.12.2012. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Die Performance der Indizes ist kein Indikator für die vergangene oder künftige Wertentwicklung von Allianz Global Investors-Produkten. Sofern nicht anders angegeben, gehen Indexrenditen von einer Wiederanlage der Dividenden und der Kapitalgewinne aus, sie enthalten jedoch keine Gebühren, Maklerprovisionen oder sonstige Investmентаusgaben. Indizes stehen für Direktanlagen nicht zur Verfügung.

Schaubild 5: High-Yield-Anleihen können zu einer Optimierung der „Effizienzlinie“ beitragen

In einem Portfolio festverzinslicher Wertpapiere kann die Beimischung von High-Yield-Anleihen zur Reduzierung der Risiken und zur Steigerung des langfristigen Ertragspotenzials beitragen.



Quellen: BofA Merrill Lynch; Allianz Global Investors. Datenhorizont: 01/1993-12/2012. High-Yield-Anleihen werden vom BofA Merrill Lynch US High Yield 100 Index abgebildet, 5- und 10-jährige US-Staatsanleihen werden vom BofA Merrill Lynch US Treasury Current 5-Year Index und dem BofA Merrill Lynch US Treasury Current 10-Year Index abgebildet. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Indizes stehen für Direktanlagen nicht zur Verfügung.

In einem Umfeld steigender Zinsen bieten High-Yield-Anleihen mit ihrer negativen Korrelation zu US-Staatsanleihen eine solide Positionierung.

³Quellen: Barclays; BofA Merrill Lynch; FactSet; Allianz Global Investors. Stand: 31.12.2012. Angaben auf Grundlage des BofA Merrill Lynch High Yield Master II Index.

⁴Quellen: Barclays; BofA Merrill Lynch; FactSet; Allianz Global Investors. Stand: 31.12.2012. Angaben auf Grundlage des BofA Merrill Lynch High Yield Master II Index. Nebenwerte werden durch den Russell 2000 Index abgebildet, Standardwerte werden durch den Russell 1000 Index abgebildet, internationale Aktien werden durch den MSCI EAFE Index abgebildet.

Mit High-Yield-Anleihen können sich Investoren besser gegen Inflation und steigende Zinsen wappnen als mit anderen Anleihearten

Sollte es zu einem Anstieg des gegenwärtig historisch niedrigen Zinsniveaus kommen, was nur eine Frage der Zeit ist, dann würde sich ein Investment in High-Yield-Anleihen auszahlen, da sie sich in einem solchen Umfeld in der Vergangenheit tendenziell besser geschlagen haben als andere Anleihearten (insbesondere US-Staatsanleihen). Hierbei darf man jedoch nicht vergessen, dass die Kurse von Anleihen bei steigenden Zinsen zurückgehen und dieser Effekt bei Anleihen mit längerer Duration stärker ausgeprägt sein kann.

- High-Yield-Anleihen weisen eine Korrelation gegenüber zinsensensitiven 10-jährigen US-Staatsanleihen von -0,06 auf, womit sie

in einem Umfeld steigender Zinsen eine solide Positionierung ermöglichen.³

- Stattdessen sind High-Yield-Anleihen stärker mit Aktien korreliert. Per 31.12.2012 beträgt die Korrelation von High-Yield-Anleihen gegenüber US-Nebenwerten 0,63, gegenüber US-Standardwerten 0,61 und gegenüber internationalen Aktien 0,54.⁴
- **Schaubild 6** zeigt, dass die Wertentwicklung von High-Yield-Anleihen in Zinserhöhungszyklen um durchschnittlich 3,02 Prozentpunkte über der Wertentwicklung von US-Staatsanleihen liegt.

Die aktienähnliche Wertentwicklung von High-Yield-Anleihen in Zinserhöhungszyklen dürfte nach unserer Einschätzung in der engen Korrelation der Erträge von High-Yield-Anleihen mit dem Geschäftserfolg und

den Fundamentaldaten der begebenden Unternehmen begründet sein. Diese engere Korrelation mit den wirtschaftlichen Fundamentaldaten führt dazu, dass sich High-Yield-Anleihen bei steigenden Zinsen (die in der Regel aus robusten Wirtschaftsbedingungen resultieren) für gewöhnlich besser entwickeln als Investment-Grade-Anleihen.

Ausblick für High-Yield-Anleihen

Trotz der von verschiedener Seite geäußerten Sorgen um eine mögliche Überhitzung des High-Yield-Marktes sehen wir weiterhin überzeugende Gründe, die einen starken Ausblick für High-Yield-Anleihen rechtfertigen.

Robuste historische Wertentwicklung in Phasen niedriger Spreads

Zwar haben sich die Spreads auf High-Yield-Anleihen mittlerweile deutlich von ihren jüngsten Höchstwerten entfernt, niedrige Spreads gingen in der Vergangenheit jedoch mit langen Phasen überzeugender Wertent-

wicklung von High-Yield-Anleihen einher (siehe **Schaubild 7**), da sich die Fundamentaldaten der Unternehmen verbessern. Dies führt zu einem Kursanstieg von High-Yield-Anleihen, der zur Steigerung der Gesamttrendite beitragen kann.

Schaubild 8 zeigt ein hypothetisches Investment in High-Yield-Anleihen gegen Ende 2008, als sich die Anleihe-Spreads unweit ihrer Rekordhochs befanden. Bei der anschließenden Verengung der Spreads blieb die Wertentwicklung weiterhin auf hohem Niveau.

Niedrige Ausfallraten

Die Fundamentaldaten auf dem High-Yield-Markt haben sich seit der Kreditkrise 2007–2008 erheblich verbessert: Die Bilanzen sind solider, die Schulden niedriger. In der Folge hat sich das Zahlungsausfallrisiko – als Hauptrisikofaktor von High-Yield-Anleihen – in den jüngsten Jahren verringert, von historisch 4% auf aktuell 2%.⁵

Die Erträge von High-Yield-Anleihen hängen – wie bei Aktien – eng mit den Fundamentaldaten des dahinter stehenden Unternehmens zusammen.

In der Vergangenheit hat die Verengung der Spreads zu langen Phasen mit überzeugender Wertentwicklung von High-Yield-Anleihen geführt.

⁵Quellen: BofA Merrill Lynch; JP Morgan; Allianz Global Investors. Stand: 31.12.2012.

Schaubild 6: Outperformance von High-Yield-Anleihen in drei von vier Zinserhöhungszyklen

In den vier Zinserhöhungszyklen seit 1988 lag die durchschnittliche Outperformance von High-Yield-Anleihen gegenüber Investment-Grade-Anleihen bei 1,59 Prozentpunkten und gegenüber US-Staatsanleihen bei 3,02 Prozentpunkten.

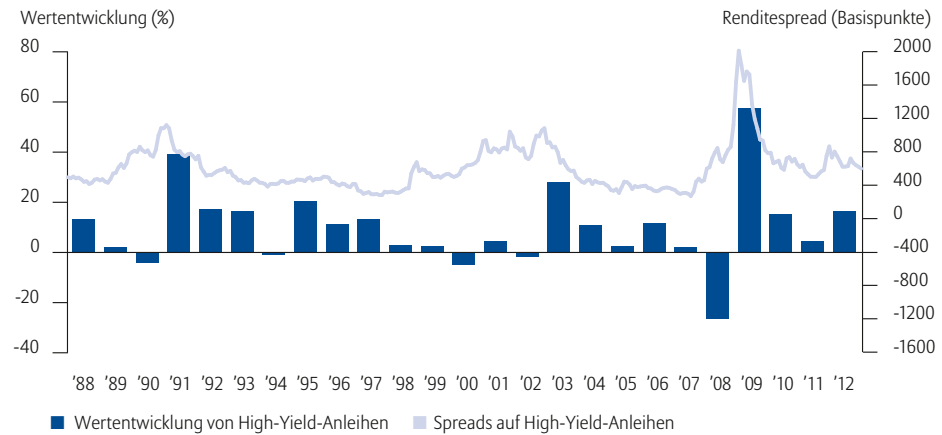
	Zinserhöhungszyklus 1: 29.03.1988 – 24.02.1989	Zinserhöhungszyklus 2: 04.02.1994 – 01.02.1995	Zinserhöhungszyklus 3: 30.06.1999 – 16.05.2000	Zinserhöhungszyklus 4: 30.06.2004 – 29.06.2006
Investment-Grade-Anleihen	3,41%	-2,04%	2,02%	2,99%
10-jährige US-Staatsanleihen	2,82%	-6,07%	1,64%	2,29%
High-Yield-Anleihen	8,95%	-1,77%	-1,84%	7,41%
	Gesamte Zinserhöhung während des Zyklus ¹	Rendite von High-Yield-Anleihen zu Beginn des Zyklus ¹	Rendite von High-Yield-Anleihen am Ende des Zyklus ¹	Veränderung in %
1	3,25%	6,50%	9,75%	+50.000%
2	3,00%	3,00%	6,00%	+100.000%
3	1,75%	4,75%	6,50%	+36,84%
4	4,25%	1,00%	5,25%	+425.00%

Das Zahlungsausfallrisiko – als Hauptrisikofaktor von High-Yield-Anleihen – befindet sich in der Nähe historischer Tiefstände.

Quelle: Morningstar Direct. Stand: 31.12.2012. Investment-Grade-Anleihen werden vom Barclays US Aggregate Index abgebildet, High-Yield-Anleihen werden vom BofA Merrill Lynch US High Yield Master II Index abgebildet. Sofern nicht anders angegeben, gehen Indexrenditen von einer Wiederanlage der Dividenden und der Kapitalgewinne aus, sie enthalten jedoch keine Gebühren, Maklerprovisionen oder sonstige Investmентаusgaben. Indizes stehen für Direktanlagen nicht zur Verfügung. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Schaubild 7: High-Yield-Anleihen mit zweistelligen Renditen in Phasen niedriger Spreads

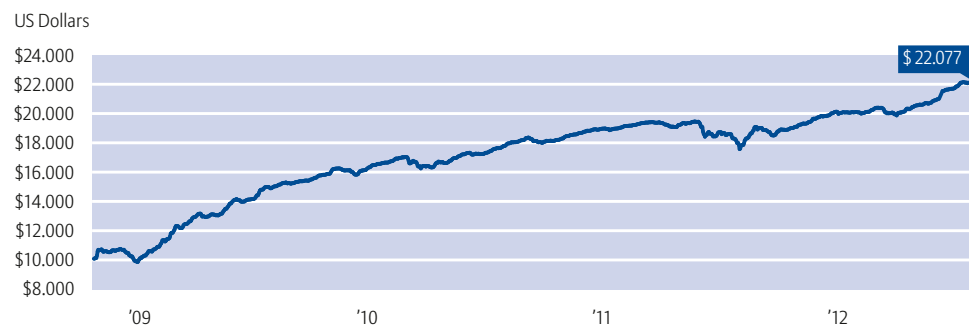
High-Yield-Anleihen konnten in Phasen extremer Spread-Verengung und zunehmenden Risikoappetits der Investoren eine eindrucksvolle Wertentwicklung erzielen.



Quellen: BofA Merrill Lynch; Allianz Global Investors, Stand: 31.12.2012. Die Wertentwicklung von High-Yield-Anleihen wird durch den BofA Merrill Lynch US High Yield Master II Index abgebildet. Sofern nicht anders angegeben, gehen Indexrenditen von einer Wiederanlage der Dividenden und der Kapitalgewinne aus, sie enthalten jedoch keine Gebühren, Maklerprovisionen oder sonstige Investmентаusgaben. Indizes stehen für Direktanlagen nicht zur Verfügung. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Schaubild 8: Solide Wertentwicklung von High-Yield-Anleihen seit der Kreditkrise 2008

Ein hypothetisches Investment von 10.000 USD in High-Yield-Anleihen am 31.12.2008 hätte sich bis 31.12.2012 auf 22.077 USD erhöht.



Quelle: Morningstar Direct; Stand: 31.12.2012. Angaben auf Grundlage des BofA Merrill Lynch High Yield Master II Index. Die Wertentwicklung des Investments von 10.000 USD basiert auf Monatsendrenditen. Es wird eine Wiederanlage der Dividenden und Kapitalgewinne unterstellt, während Aufschläge, Gebühren oder Steuern unberücksichtigt bleiben. Sofern nicht anders angegeben, gehen Indexrenditen von einer Wiederanlage der Dividenden und der Kapitalgewinne aus, sie enthalten jedoch keine Gebühren, Maklerprovisionen oder sonstige Investmентаusgaben. Indizes stehen für Direktanlagen nicht zur Verfügung. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Wenn die Währung, in welcher die frühere Wertentwicklung dargestellt wird, von der Heimatwährung des Anlegers abweicht, sollte der Anleger beachten, dass die dargestellte Wertentwicklung aufgrund von Wechselkursschwankungen höher oder niedriger sein kann, wenn sie in die lokale Währung des Anlegers umgerechnet wird.

In den kommenden 12 Monaten rechnen wir nicht mit einem signifikanten Anstieg der Ausfallraten.

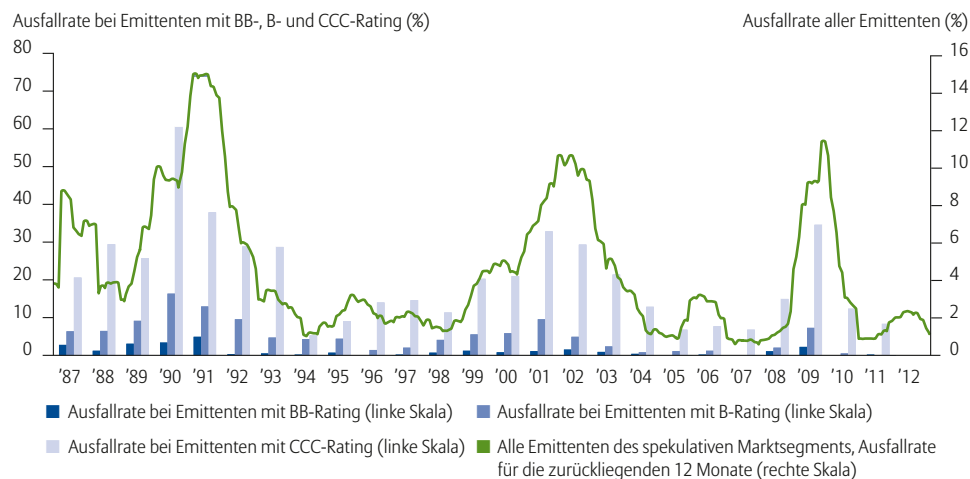
Wie in **Schaubild 9** ersichtlich, waren die Ausfallraten in früheren Phasen deutlich höher, zuletzt während der Kreditkrise 2008, in den kommenden 12 Monaten halten wir einen signifikanten Anstieg der Ausfallraten ausgehend vom gegenwärtigen Niveau allerdings für wenig wahrscheinlich.

Wir möchten Investoren an dieser Stelle auch auf einen wichtigen Unterschied zwischen

High-Yield-Anleihen und Aktien hinweisen: Anleihebesitzer nehmen gegenüber Aktionären in der Regel eine vorrangige Stellung innerhalb der Kapitalstruktur ein, d. h., die Ansprüche eines Besitzers von High-Yield-Anleihen (als Gläubiger) werden im Insolvenzfall vor jenen des Aktionärs (als Eigentümer) bedient.

Schaubild 9: Historisch niedrige Ausfallraten von High-Yield-Anleihen

Die niedrigen Ausfallraten von High-Yield-Anleihen gehen hauptsächlich auf die robusten Fundamentaldaten der Emittenten infolge von Gewinnsteigerungen und Refinanzierungsaktivitäten zurück. Hierdurch verringerten sich die Schuldenbelastungen und die Zinsaufwendungen bei gleichzeitiger Verlängerung der Fälligkeitsstruktur. Wir rechnen mit einer Fortsetzung dieser Entwicklung.



Quellen: Daten der Emittenten des spekulativen Marktsegments Stand 31.12.2012. Daten der Ausfallraten bei Emittenten mit BB-, B- und CCC-Rating Stand 31.12.2011. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Ein Ranking, Rating oder eine Auszeichnung ist kein Indikator für die künftige Entwicklung und unterliegt Veränderungen im Laufe der Zeit.

Einsatz von High-Yield-Anleihen im Rahmen einer Asset-Allocation-Strategie

Nachdem sich High-Yield-Anleihen zu einer legitimen Assetklasse entwickelt haben, die größer, besser etabliert und weniger riskant ist als früher, gibt es nach unserer Ansicht überzeugende Gründe für Investoren, über ein langfristiges Investment in ein Portfolio aktiv verwalteter High-Yield-Anleihen nachzudenken.

High-Yield-Anleihen als attraktive Beimischung bei fast jeder Portfolio-Allokation

Wie wir aufzeigen konnten, zeichneten sich High-Yield-Anleihen in der Vergangenheit durch hohes Ertragspotenzial, vorteilhaftes Rendite-Risiko-Profil und solide Positionierung in einem Umfeld steigender Zinsen aus. Zum Nachteil von Langfristinvestoren werden High-Yield-Anleihen in zahlreichen traditionellen Asset-Allocation-Modellen allerdings ignoriert, untergewichtet oder falsch gewichtet.

Zur Erzielung regelmäßiger Erträge setzen Investoren in ihren Portfolios traditionell vor allem auf festverzinsliche Wertpapiere. In den vergangenen Jahren gingen jedoch die Zinsen und damit die Renditen, die Investoren mit den üblicherweise verwendeten Anleihen erzielen, kontinuierlich zurück.

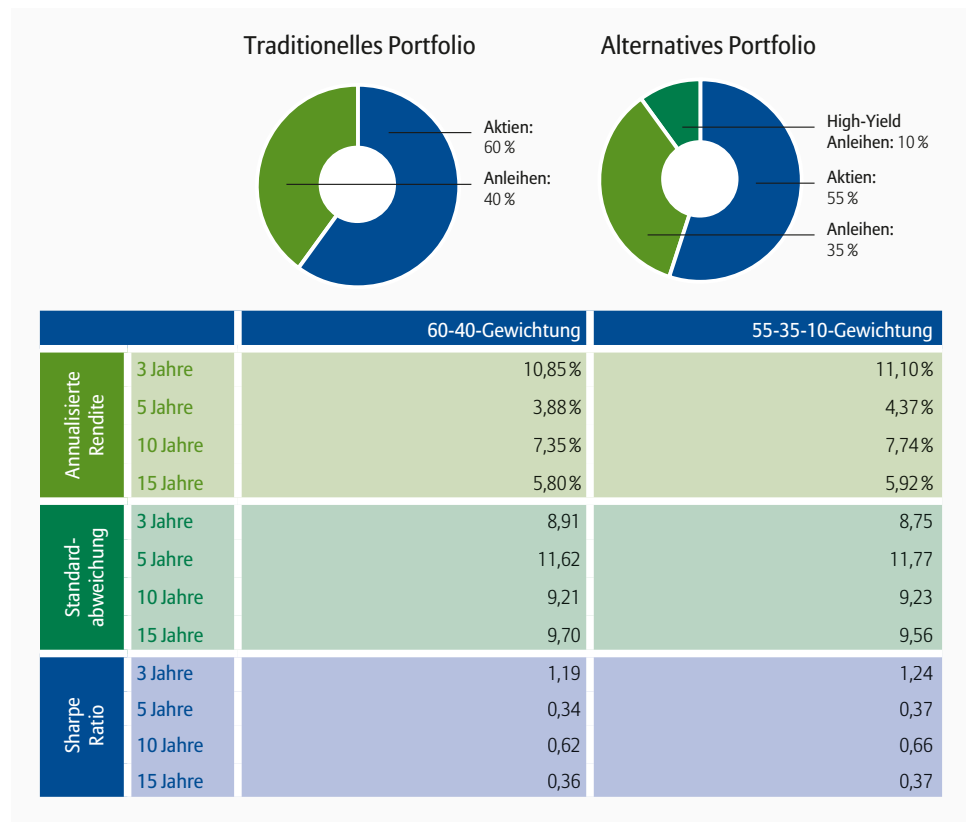
Die Rendite der traditionellen „60/40“-Gewichtung von Aktien (60%) und Anleihen (40%) nähert sich inzwischen sogar einem 35-Jahres-Tief. In der Vergangenheit konnten Investoren, die über diesen traditionellen Anlagerahmen hinaus blickten und ihrem Portfolio 10% High-Yield-Anleihen beimischten, höhere Renditen bei geringerem Risiko und einer besseren Sharpe-Ratio erzielen.

Der Einsatz einer Asset-Allocation-Strategie ist jedoch kein Garant für die Erzielung von Erträgen oder die Vermeidung von Verlusten. Investoren sollten prüfen, ob die Strategie zu ihrem Anlagehorizont, ihrer Risikotoleranz und ihren Investments passt. Allianz Global Investors Distributors LLC trifft keine Aussagen zur diesbezüglichen Eignung.

Investoren, die ihrem 60-40-Portfolio einen Anteil von nur 10% High-Yield-Anleihen beimischen, konnten in der Vergangenheit höhere Renditen bei geringerem Risiko und einer besseren Sharpe-Ratio erzielen.

Schaubild 10: Vorteile durch Beimischung von High-Yield-Anleihen

Die Beimischung eines 10-prozentigen Anteils von High-Yield-Anleihen zu einem Portfolio mit traditioneller Aktien-Anleihen-Gewichtung kann längerfristig zu einer Verbesserung der risikoadjustierten Wertentwicklung beitragen.



Quelle: Morningstar Direct. Stand: 31.12.2012. Aktien werden durch den S&P 500 Index abgebildet, Anleihen werden durch den Barclays US Aggregate Index abgebildet, High-Yield-Anleihen werden durch den BofA Merrill Lynch High Yield Master II Index abgebildet. Das Rebalancing (Zurücksetzen der Indexanteile an der Benchmark auf den Ausgangswert) erfolgt vierteljährlich. Sofern nicht anders angegeben, gehen Indexrenditen von einer Wiederanlage der Dividenden und der Kapitalgewinne aus, sie enthalten jedoch keine Gebühren, Maklerprovisionen oder sonstige Investmentausgaben. Indizes stehen für Direktanlagen nicht zur Verfügung. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Passive ETFs auf High-Yield-Anleihen können mitunter deutliche Nachteile gegenüber aktiv verwalteten High-Yield-Portfolios aufweisen.

Passiv verwaltete ETFs auf High-Yield-Anleihen vs. aktiv verwaltete High-Yield-Portfolios

Börsennotierte Fonds (Exchange Traded Funds, ETFs) erfreuen sich aufgrund ihres effizienten Zugangs zu Assetklassen zunehmender Beliebtheit, im Segment der High-Yield-Anleihen sind sie jedoch nicht immer das optimale Investmentvehikel. Aufgrund der einzigartigen Merkmale des High-Yield-Marktes können passiv verwaltete ETFs auf High-Yield-Anleihen mitunter sogar deutliche Nachteile gegenüber aktiv verwalteten High-Yield-Portfolios aufweisen.

Als Beispiel hierfür sei die Funktionsweise von ETFs genannt, die in einer möglichst

genauen Nachbildung von Indizes besteht. Im Unterschied zu Aktien-ETFs, die der Regel 'sämtliche Aktien des nachzubildenden Index' abdecken, enthalten ETFs auf festverzinsliche Wertpapiere jedoch weitaus weniger Titel als die nachgebildeten Indizes, in denen nicht selten Tausende von Wertpapieren zusammengefasst sind. So beinhaltet etwa der BofA Merrill Lynch High Yield Master II Index per 31.12.2012 insgesamt 2.112 High-Yield-Anleihen. Um die allgemeinen Merkmale des Index' abzubilden, ohne sämtliche dieser mehr als 2.000 Einzeltitel zu halten, könnte sich ein High-Yield-ETF beispielsweise auf die größten, liquidesten und aktuellsten Titel konzentrieren. Analog zu ETFs können auch aktiv verwaltete Portfolios entweder nur einen Teil

des gesamten Index' nachbilden oder eine Über- bzw. Untergewichtung bestimmter Wertpapiere vornehmen. Im Unterschied zu ETFs suchen viele Manager aktiv verwalteter Portfolios jedoch nach Emittenten, die denen sie Heraufstufungspotenzial sehen oder die über die am besten eingeschätzte Kreditwürdigkeit verfügen.

Hinzu kommt, dass der Handel mit ETFs bei ausgeprägten Marktspannungen problematisch werden kann, wenn das Handelsvolumen am Sekundärmarkt zu niedrig ist. Dies liegt daran, dass ETFs auf täglicher Basis liquide sein müssen, um Fondsanteile zu bedienen – auch bei sinkenden Märkten. Bei der Rückgabe von Anteilen durch einen ETF-Investor muss der ETF die entsprechende Liquidität bereitstellen.

Bei rückläufigen Märkten müssen ETF-Investoren trotz mitunter ungünstiger Geld-Brief-Spannen den jeweils gestellten Kurs akzeptieren. Im Unterschied zu aktiv verwalteten Portfolios, bei denen eine Anteilsrückgabe unabhängig von der Marktaktivität nur am Ende des Tages möglich ist, erlauben ETFs auch eine Rückgabe zu Intraday-Kursen.

Darüber hinaus haben aktive Manager durch Einsatz eines fundamental orientierten Bottom-Up-Researchs die Möglichkeit, ihren Anteil risikoreicherer Anleihen zu reduzieren, bevor es am Markt zu übermäßigen Spannungen kommt.

Manager aktiv verwalteter High-Yield-Portfolios können direkte Schritte unternehmen, um eine Verbesserung der Ergebnisse für ihre Fondsinvestoren anzustreben, der Erfolg dieser Strategien kann jedoch nicht garantiert werden. Im Unterschied zu ETFs kann ein aktiver Manager folgende Maßnahmen durchführen:

- **Beurteilung der Kreditqualität** mittels fundierter Analyse. Durch Prüfung von Sektor, Marktstellung, Strategie, Bilanzen und Jahresabschlüssen eines Emittenten kann der Manager ermitteln, ob die Geschäftsaktivitäten eines Unternehmens ausreichen, um seinen Zins- und Tilgungsverpflichtungen langfristig nachkommen zu können.
- **Prüfung, ob die Spreads der Bonität entsprechen.** Sollte ein Manager feststellen, dass die Spreads die Bonität nicht angemessen widerspiegeln, kann er das Investitionsvolumen erhöhen/verringern.
- **Suche nach Kandidaten für eine Rating-Heraufstufung.** Wie bereits erwähnt, ist es wichtig, Anleihen von Emittenten mit Aussicht auf eine Verbesserung ihrer Bonität aufzuspüren. Eine Verbesserung der Emittentenbonität führt in der Regel zu einem Rückgang der Rendite und zu einem Kursanstieg der Anleihen.
- **Diversifizierung von Portfolios** auf Sektor- und Unternehmensebene statt Nachbildung eines Index'. Diversifikation ist jedoch kein Garant für die Erzielung von Erträgen oder die Vermeidung von Verlusten.

Aktive Manager streben eine direkte Verbesserung der Ergebnisse für Fondsinvestoren durch Fundamentalanalyse, Diversifikation und fortlaufendes Risikomanagement an.

Passiv verwaltete ETFs		Aktiv verwaltete Portfolios
Passiv	Managementstil	Aktiv
Generell die größten und liquidesten Titel eines Index'	Repräsentative Titelauswahl	Abhängig vom Manager; möglich ist beispielsweise ein breit diversifiziertes Abbild eines Index'
Akzeptieren der am Markt gestellten Intraday-Kurse, auch in illiquiden Marktphasen	Ausgeprägte Marktspannungen	Üblicherweise besteht kein Zwang zur Stellung von Intraday-Kursen
Entspricht nicht dem Ziel von ETFs, die eine passive Indexnachbildung verfolgen	Risikomanagement	Aktives Risikomanagement
Entspricht nicht dem Ziel von ETFs	Beurteilung der Kreditqualität	Ja, abhängig vom Manager
Entspricht nicht dem Ziel von ETFs	Prüfung von Bilanzen der zugrunde liegenden Emittenten	Ja, abhängig vom Manager
Generell niedriger als bei aktiv verwalteten Portfolios	Kosten	Generell höher als bei ETFs

Weitere Analysen von Global Capital Markets & Thematic Research

Anleihen

- Langfristiges Szenario für Schwellenländerwährungen
- High Yields
- Der Markt für US-High-Yield-Anleihen: groß, liquide und attraktiv
- Credit Spreads – Risikoprämien bei Anleihen
- Unternehmensanleihen
- Warum asiatische Anleihen?

Finanzielle Repression

- Lautlose Entschuldung oder Schuldenschnitt? Das ist hier die Frage.
- Finanzielle Repression findet bereits statt
- Finanzielle Repression

Infrastruktur und Erneuerbare Energien

- Der „grüne“ Kondratieff – oder warum Krisen gut sind
- Krisen – oder: die schöpferische Kraft der Zerstörung
- Infrastruktur – Rückgrat der Weltwirtschaft

China + Asien

- Der chinesische Renminbi – die neue Weltwährung?
- Wachstumsland China
- Chinas neue Epoche des Wachstums
- Asien im Aufbruch – Gravitationszentrum des 21. Jahrhunderts

Dividenden

- Dividendenstrategien in Zeiten von großem Gewinnpessimismus
- Dividententitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!
- Dividendenstrategien im Umfeld von Inflation und Deflation
- Hohe Ausschüttungsquote = hohes künftiges Gewinnwachstum

Risikomanagement & Advanced Return

- Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage
- Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI)
- Portfolio Health Check®: Vorbereitet sein für die „Finanzielle Repression“

EWU

- Strukturelle und fiskalische Maßnahmen: Italien
 - SMP, EFSF und ESM – eine Momentaufnahme
 - Europäische Währungsunion (EWU): Auseinanderbrechen oder stärkere Integration?
- Weitere Studien finden Sie auf der Homepage unseres [Eurozone Resource Center](#)

Zukunftssicherung – Demographie – Pension

- Niedrige Rechnungszinsen am Bilanzstichtag – Auswirkungen auf die Internationale Bewertung von Pensionsverpflichtungen
- Grundwissen zur IFRS-Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen
- Kompendium Zeitwertkonten
- Kompendium Insolvenzversicherung
- Pensionsrisiken der betrieblichen Altersversorgung
- Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz und Versorgungsverpflichtungen
- Zukunft sichern mit betrieblicher Altersversorgung
- Ausfinanzieren von Pensionsverpflichtungen
- Kompendium Insolvenzversicherung
- Demographische Zeitenwende (Teil 1)
- Altersvorsorge im Demografischen Wandel (Teil 2)
- Investmentchance Demografie (Teil 3)

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Überliste Dich selbst – oder: Wie Anleger die „Lähmung“ überwinden können
- Überliste Dich selbst – oder: Vom „intuitiven“ und „reflexiven“ Verstand
- Behavioral Finance und die Ruhestandskrise
- Aktives Management
- Erkenne dich selbst!

All unsere Publikationen, Analysen und Studien können Sie unter der folgenden Adresse online einsehen: <http://www.allianzglobalinvestors.de>



www.twitter.com/AllianzGI_DE

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die Erträge daraus können sowohl sinken als auch ansteigen und Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück.

Die hierin enthaltenen Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus unterschiedlichen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich betrachtet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert und es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht durch grobe Fahrlässigkeit oder vorsätzliches Fehlverhalten verursacht. Bestehende oder zukünftige Angebots- oder Vertragsbedingungen genießen Vorrang.

Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Herausgegeben von Allianz Global Investors Europe GmbH (www.allianzglobalinvestors.eu), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland mit eingetragenem Sitz in Mainzer Landstraße 11–13, D-60329 Frankfurt/Main, zugelassen und beaufsichtigt von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

www.allianzglobalinvestors.de

Allianz Global Investors
Europe GmbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main



Stand: März 2013

Bei dieser Broschüre handelt es sich um Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.