

Hintergrund

Juni 2001

High Yield -
Revolution für die Asset Allocation

©2001. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Grüneburgweg 102, 60323 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

High Yield - Revolution für die Asset Allocation

- ◆ Ziel der Portfoliodiversifikation ist es, durch das Mischen von Assets geringer Korrelation Portfolios aufzubauen, die bei gleichem Risiko einen höheren Ertrag erwirtschaften oder bei gleichem Ertrag ein niedrigeres Risiko aufweisen als die Einzelassets, die das Portfolio ausmachen
- ◆ Da sich die europäischen Anleger bisher auf die Assetklassen Aktien und Staatsanleihen beschränkt haben, waren die Möglichkeiten der Diversifikation beschränkt
- ◆ Die Etablierung von High Yield Märkten ist daher eine Revolution der Asset Allocation
- ◆ High Yield ist ein Hybrid zwischen Aktien und Renten, eine neue eigenständige Assetklasse
- ◆ Die Vorteile von High Yield sind die hohen risikoadjustierten Returns und die geringe Korrelation zu Aktien und Staatsanleihen
- ◆ High Yield sollte stets im Portfoliozusammenhang gesehen werden, weniger als Einzelinstrument

High Yield - Revolution für die Asset Allocation

Strategische Asset Allocation

Unter strategischer Asset Allocation versteht man die grundlegende langfristige Aufteilung eines Portfolios / Vermögens auf die unterschiedlichen Asset Klassen. Empirische Untersuchungen haben nachgewiesen, dass diese Entscheidung langfristig für die Wertentwicklung der Vermögensanlagen am wichtigsten ist. Vermögensverwalter, Anlageberater und Kapitalanlagegesellschaften in Europa waren angesichts der grundlegenden Bedeutung der strategischen Asset Allocation Entscheidung in der Vergangenheit aber mit einem Problem konfrontiert: der Tatsache, dass es bei der strategischen Asset Allocation der meisten Kunden letztlich nur auf eine Entscheidung zwischen zwei Vermögensklassen ankam, nämlich auf die relative Gewichtung zwischen Aktien und Staatsanleihen (bzw. Schuldscheinen oder Pfandbriefen). Die Gewichtung von Liquidität und Geldmarktprodukten wird nämlich meist nur als taktische Entscheidung angesehen, die kaum in strategische Langfristerwägungen einbezogen wird, oder aber sie wird in erster Linie durch Zu- und Abflüsse bestimmt, die der Investor gar nicht planen kann. Und die Entscheidung für Immobilienanlagen im Portfolio erfolgt oft aus ganz anderen Erwägungen als aus einem reinen Risiko/Ertrags-Kalkül, und wird daher ebenfalls nicht in die Asset Allocation Strategie der meisten Anleger / Berater einbezogen. Ansonsten standen dem Investor (in Europa) in der Vergangenheit kaum weitere Asset Klassen zur Verfügung.

Charakteristika von Aktien und Staatsanleihen

Damit reduzierte sich die Entscheidung über die strategische Asset Allocation auf die Grundentscheidung der Gewichtung von Aktien und Staatsanleihen im Portfolio. Abbildung 1 (Wertentwicklung im Dax gegen Vorjahr und laufende Durchschnitte über mehrere Jahre) und Abbildung 2 (entsprechend

für den Rex) zeigen, worauf es für den deutschen Anleger bei dieser Entscheidung ankommt. Im Aktienmarkt sind die zu erwartenden Erträge im langfristigen Durchschnitt wesentlich höher als bei Staatsanleihen, dafür sind die jährlichen Schwankungen aber auch wesentlich größer, mit einem nicht unbeträchtlichen Risiko, innerhalb eines Jahres auch einmal deutliche Verluste zu verzeichnen. Betrachtet man Durchschnitte über 10 Jahre, 20 Jahre oder 30 Jahre, so wird das Risiko, über so lange Zeiträume mit Aktieninvestments Verluste zu erleiden, zwar sehr gering, aber davon kann nicht jeder Anleger profitieren. Wer in seinem Portfolio keine Abschreibungen vornehmen darf, mit zeitlich ungewissen Auszahlungsströmen konfrontiert ist, wessen Liquiditätslage in großen Teilen von externen Umständen bestimmt ist oder wessen Portfolioertrag auch auf kurze Sicht stetig überprüft wird, wird den Aktienanteil eher niedrig halten, um das Risiko von Wertverlusten gering zu halten.

Auf der anderen Seite hat die Entscheidung, sich bei der Asset Allocation weitgehend auf Staatsanleihen zu konzentrieren, exorbitante Auswirkungen auf die Performance. Mit (deutschen) Staatsanleihen waren zwar im langfristigen Schnitt in der Nachkriegszeit etwa 7% Rendite pro Jahr zu verdienen, aber in den 90er Jahren kam es aufgrund der Disinflation im Zuge der Globalisierung und der heranrückenden Währungsunion zu einem starken Rückgang der Zinsen, der die Rentenanlage in jüngster Zeit unattraktiver gemacht hat.

Abbildung 1

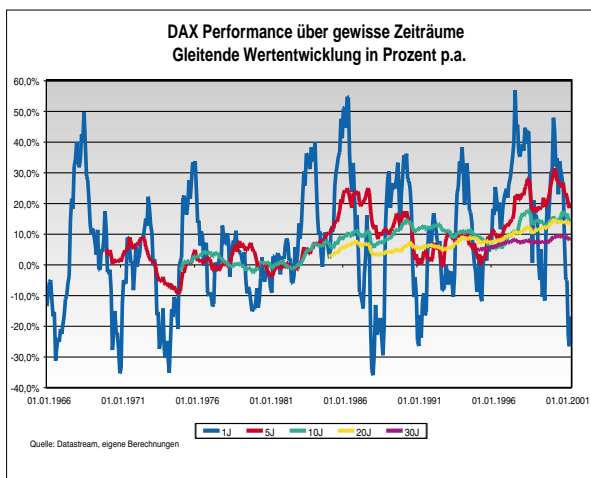
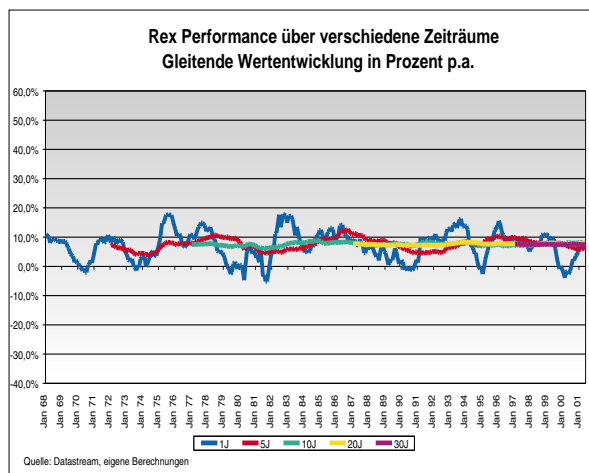


Abbildung 2



Mischportfolios

Die Abwägung zwischen dem geringeren Ertrag der Staatsanleihen und dem hohen (kurzfristigen) Risiko der Aktienanlage ist der Hintergrund der sogenannten 70/30 Regel der Asset Allocation, die sich bei vielen Anlegern inzwischen etabliert hat, und die auch in Gesetzen wie das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) Eingang gefunden hat. Um einen Kompromiß zwischen den höheren Ertragsersparungen und gleichzeitig höheren Risiken der Aktieninvestments im Vergleich zur relativen

Sicherheit von Renteninvestments zu ermöglichen, hält der Anleger nach diesem Ansatz strategisch 70% der Anlagen in klassischen Renten (auch zur Erzielung ordentlicher Erträge) und 30% in Aktien, um das Ziel der Ertragsstabilisierung mit der Erfordernis höherer Ertragsersparungen zu kombinieren. Abbildung 3 zeigt die Wertentwicklung dieses Mischportfolios über verschiedene Zeiträume in den letzten Jahrzehnten. Abbildung 4 zeigt ergänzend dazu auf, wie es für andere Portfoliomischungen mit der Wertentwicklung in gleitenden Fünfjahresdurchschnitten ausgesehen hätte.

Abbildung 3

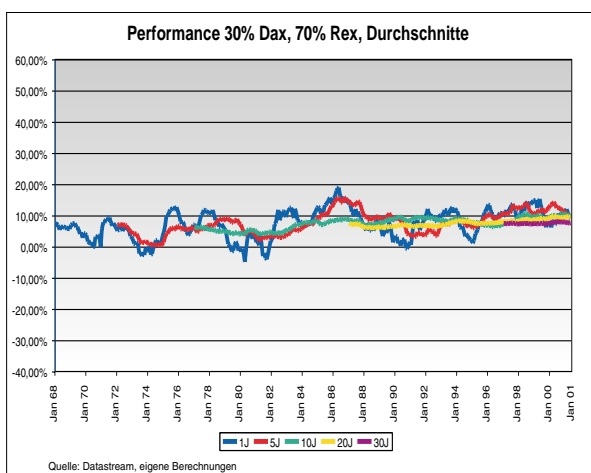
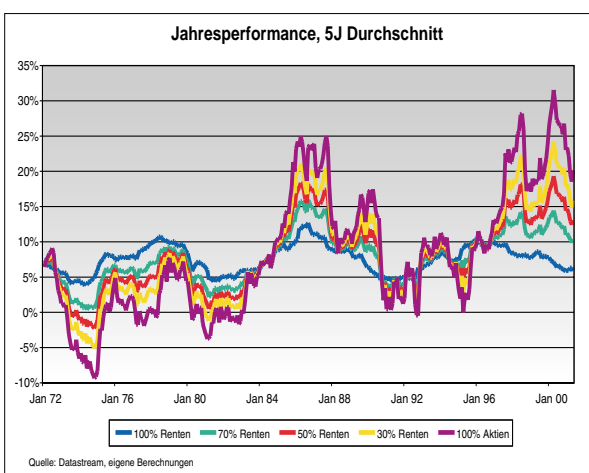


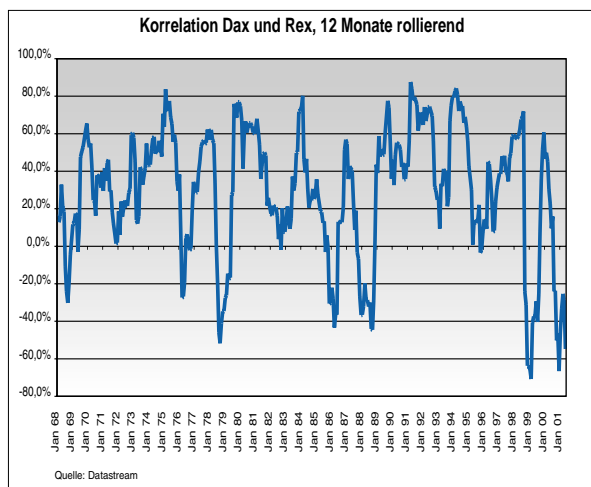
Abbildung 4



Die Wertentwicklung des 70/30 Mischportfolios scheint auf den ersten Blick enttäuschend, denn der Chart ähnelt (natürlich) weit stärker dem Wertentwicklungschart des Portfolios der Staatsanleihen als dem der Aktien. Genauerer Hinsehen zeigt aber, dass die langfristigen Durchschnitte sich deutlich über den Niveaus des reinen Staatsanleihenportfolios bewegen. Dennoch ändert dies nichts an der entscheidenden Tatsache. Performanceerwartungen, die einem Aktienportfolio entsprechen, kann der Anleger nur erzielen, wenn die Aktienquote deutlich über den 30% Anteil hinaus erhöht wird. Je stärker die Aktienseite gewichtet wird, desto größer ist aber auch die Volatilität und damit das Risiko.

Die Asset Allocation zwischen Aktien und Staatsanleihen zeigt in vielen Marktphasen die risikosenkenden Vorteile der Diversifikation von Assets. Die Grenzen der Diversifikation zwischen Aktien und Staatsanleihen liegen aber darin, dass die Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen historisch äußerst instabil ist. Es gibt immer wieder Phasen, in denen diese beiden Märkte absolut parallel laufen, und es gibt immer wieder Phasen, in denen sich Aktien und Renten absolut entgegengesetzt bewegen. Dies macht Abbildung 5, die die Zwölfmonats-Korrelation zwischen Dax und Rex (rollierend) seit 1968 aufzeigt, noch einmal sehr deutlich. Phasen hoher positiver Korrelation (kaum Diversifikationsvorteile im Portfolio) wechseln mit Phasen sogar negativer Korrelation (stark risikosenkende Wirkung der Diversifikation) ab.

Abbildung 5



Dies ist eigentlich nicht überraschend. Einerseits ist fundamental begründet, dass die Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen in der Regel sehr hoch positiv sein sollte, denn fallende Zinsen sollten im Prinzip bullisch für Aktien sein und steigende Zinsen Gift für den Aktienmarkt, z.B. weil mit steigenden Zinsen der Barwert der zukünftigen Unternehmensgewinne (und damit der Unternehmenswert) sinkt. Leider ist dieser Zusammenhang aber nicht immer so einfach. Denn die relative Wertentwicklung von Aktien und Renten hängt von den Anlageentscheidungen der Investoren ab. Kommt beispielsweise eine große Gruppe von Anlegern zu der Meinung, dass Aktien im Vergleich zu Staatsanleihen extrem teuer geworden sind, weil eine ablaufende Aktienhaube zu Übertreibungen geführt hat, kommt es zu massiven Umschichtungen aus Aktien in Renten. In diesen Phasen ist die Korrelation von Aktien und Staatsanleihen negativ. Gute Beispiele hierfür sind das Jahr 2000 und die Asienkrise im Herbst 1998, als sinkende Zinsen mit fallenden Aktienmärkten einhergingen.

Die Streuung des Portfolios in Aktien und Staatsanleihen ist daher kein Allheilmittel der Risikobegrenzung. Die positiven Wirkungen der Diversifikation beim Mischen von Aktien und Staatsanleihen sind zwar vorhanden, aber nicht durchgehend garantiert, und auch nicht so hoch, dass man die Risiken im Portfolio durch das Mischen von Aktien und Staatsanleihen wirklich massiv senken könnte, ohne Ertragspotential aufgeben zu müssen. Dies macht auch Abbildung 6 deutlich. Diese zeigt Risiko und Ertrag von verschiedenen Mischportfolios von Aktien und Staatsanleihen in einem Risiko/Ertrags-Diagramm. Risiko und Ertrag von gemischten Portfolios von Aktien und Staatsanleihen hängen fast linear zusammen und werden vom Mischungsverhältnis bestimmt. Nur bei Portfolios, die einen extrem hohen Anteil in Staatsanleihen besitzen, kann der Investor durch Beimischen von Aktien wirklich ausgeprägte positive Diversifikationseffekte erzielen.

Abbildung 6

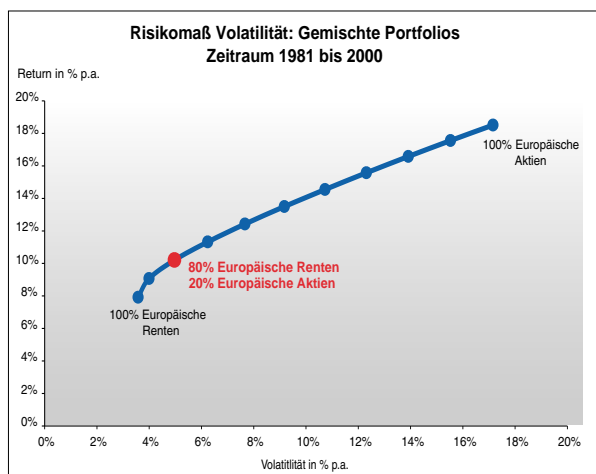
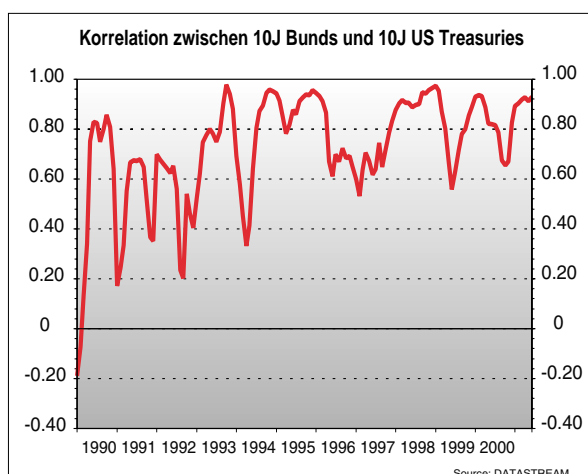


Abbildung 7

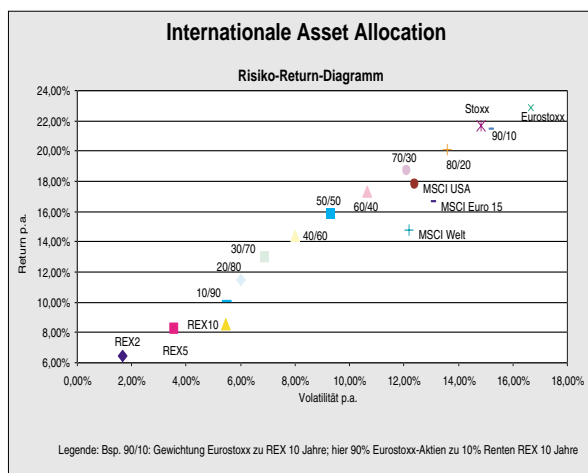


Internationale Asset Allocation

Ein weiterer Diversifikationsschritt ist es natürlich, die Aktien- und Rentenanlage international zu diversifizieren. Bedingt durch die EWU haben die meisten Investoren diesen Schritt in den beiden letzten Jahren zumindest Euroland-weit (also unter Ausschluß des Währungsrisikos) vollzogen. Jedoch gilt auch hier, dass die Möglichkeit breiterer Diversifikation für viele Investoren eng begrenzt ist. Einerseits ist für einige Anleger die Möglichkeit, in Fremdwährungen zu investieren, entweder aus gesetzlichen Gründen beschränkt oder man will generell kein Währungsrisiko übernehmen. Dazu kommt die Tatsache, dass durch die Globalisierung und das Zusammenwachsen der Kapitalmärkte die Korrelation zwischen den verschiedenen nationalen Märkten immer größer geworden ist. So ist der amerikanische Treasury-Markt immer mehr zum absolut trendbestimmenden Faktor für die Staatsanleihe- und Rentenmärkte weltweit geworden, und eine Diversifizierung in verschiedene internationale Staatsanleihe- und Rentenmärkte bewirkt daher nur noch bedingt eine risikosenkende Wirkung (vgl. Abbildung 7).

Die Diversifikationswirkung bei der internationalen Asset Allocation kommt daher in erster Linie vom reinen Währungselement, und dies ist ein Bereich, den die meisten Anleger generell nicht steuern wollen (oder können). Abbildung 8, ein Risiko/Ertrag-Diagramm, zeigt zudem, dass die Effizienz der internationalen Diversifikation über Euroland hinaus in den letzten Jahren nicht überraschend groß war, denn Investments in Euro Stoxx Titel waren risikoadjustiert ein klar dominierendes Investment. Letztlich bieten sich im Bereich "normaler" Aktien- und Renteninvestments auch international gesehen nur begrenzt Möglichkeiten an, wirklich durchgreifend positive Diversifikationseffekte durch Streuung im Anlageuniversum zu erzielen.

Abbildung 8



Grenzen der klassischen Asset Allocation

Zusammenfassend kann man für die Asset Allocation Entscheidung zwischen Aktien und klassischen Renten die Schlußfolgerung ziehen, dass es bei der Gewichtung der beiden Asset Klassen weniger auf Risikodiversifikation im Sinne portfoliotheoretischer Erwägungen oder Portfoliooptimierung ankommt. Wegen der zumindest phasenweise hohen Korrelation von Aktien und Staatsanleihen geht es vielmehr um die Frage, wie hoch die Erträge sein müssen, die der Anleger erwirtschaften muß, und wie groß das Risiko ist, dass er eingehen kann (Risikotragfähigkeit). Ist der Ertragsdruck sehr hoch, und ist Spielraum vorhanden, Risiken zu nehmen, so muß die Aktienquote hoch sein. Ein Verzicht auf einen höheren Aktienanteil reduziert das Gewinnpotential, der Aufbau von Aktienanteil erhöht aber auch das (kurzfristige) Risiko. Auf die risikosenkende Wirkung der Diversifikation zwischen Aktien und Staatsanleihen sollte sich der Investor nicht zu blauäugig verlassen.

Für denjenigen, der Investoren bei der strategischen Asset Allocation berät, bedeutete die Beschränkung des Anlageuniversums auf Aktien und Staatsanleihen in der Vergangenheit, dass die Hauptkenntnisse der Portfoliotheorie über die Vorteile der Risikodiversifikation mit dem gegebenen Instrumentarium praktisch nicht umsetzbar waren. Der Sinn der Streuung von Portfolios über verschiedene Finanzprodukte hinweg ist der, dass der strikte Zusammenhang zwischen Risiko und Ertrag von Finanzanlagen durch das Mischen von Portfolios aufgelöst wird. Durch Diversifikation von verschiedenen Assets ist es entweder möglich, einerseits Portfolios zu bilden, die bei gleichem Risiko höhere Erträge erwarten lassen als die einzelnen Produkte für sich oder andererseits die gleiche Ertrags expectation bei niedrigerem Risiko zu erreichen. Das Geheimnis dieser Optimierung liegt darin, dass die Erträge miteinander linear verknüpft sind, das Risiko hingegen nicht. Diese Erkenntnis in die konkrete Anlagestrategie umzusetzen, funktioniert aber nur dann, wenn man möglichst viele verschiedene Vermögensanlagen zur Verfügung hat, die untereinander (möglichst stabil) gering korreliert sind. Bisher standen solche Finanzprodukte in Europa kaum zur Verfügung.

Neue Produkte

Die eigentliche Revolution am europäischen Kapitalmarkt der letzten Jahre (und ein Verdienst der Einheitswährung) ist daher die, dass sich seit dem Start der Währungsunion ein ganzer Kranz von neuen Produkten etabliert hat, die genau in diese Lücke stoßen. Der Anleger findet jetzt eine Reihe von Finanzmarktprodukten, die zu den klassischen Kapitalmarktprodukten Aktien und Staatsanleihen niedrig korreliert sind und dem Investor damit erstmals in effizienter Weise (und ohne Währungsrisiken) die erfolgreiche Umsetzung der Erkenntnisse der Portfoliotheorie ermöglichen. Zu diesen neuen alternativen Asset Klassen gehören neben Hedge Fonds und Private Equity als eines der wichtigsten neuen Produkte Unternehmensanleihen und speziell - besonders wichtig in diesem Zusammenhang - sogenannte Hochzinsanleihen oder High Yield (Anleihen), d.h. Unternehmensanleihen mit einem Rating unterhalb von Investmentqualität.

Die Etablierung des Marktsegments Unternehmensanleihen in Europa gerade in den letzten zwei Jahren ist kein Zufall und auch keine Modeerscheinung - sie ist die Konsequenz aus einem langfristig angelegten gesellschaftlichen und ökonomischen Wandel, der unumkehrbar ist und die europäischen Investoren zwingt, ihr Anlageverhalten grundlegend zu verändern.

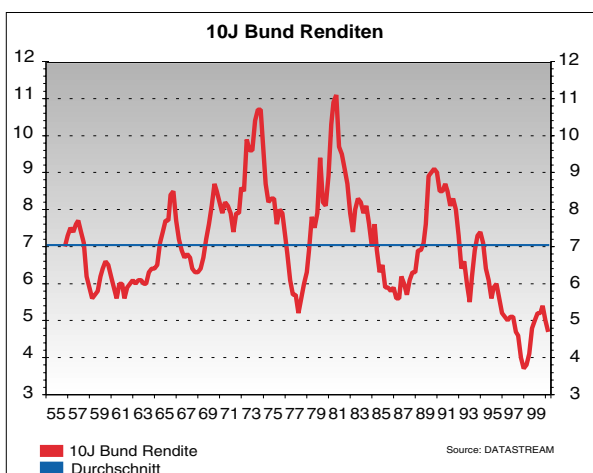
Der Rückzug des Staates aus dem Wirtschaftsleben

Die Renditen für Staatsanleihen sind in den 90er Jahren auf in der Vergangenheit nie erlebte Tiefstände gefallen. Hintergrund dieses dramatischen Zinsrückgangs ist die weltweite Disinflation in den 90er Jahren. Wenn man die 90er Jahre mit einem globalen Haupttrend kennzeichnen will, so ist dies der allmähliche Rückzug des Staates aus dem Wirtschaftsprozess und die wachsende Bedeutung der Privatwirtschaft für die Volkswirtschaft als Ganzes. Dabei kam auch die sogenannte Friedensdividende des Wegfalls des Ost-West-Konflikts als ganz starker Faktor zum Tragen, weil die Verteidigungsausgaben in allen großen Volkswirtschaften dramatisch zurückgeführt wurden. Auch wenn dieser Prozeß in Europa bei weitem nicht so dramatisch ablief wie in

den USA, und in Deutschland wegen der Kosten der Wiedervereinigung nur zeitversetzt in die Gänge kam, so sind die Wirkungen dieser grundlegenden Veränderungen auch in Europa und speziell in Deutschland spürbar. Der Stabilitätspakt für Euro-land ist das sichtbarste Zeichen für das Bemühen auch der Regierungen in Euro-land, die Verschuldung zu reduzieren und die staatlichen Ausgaben zurückzuführen.

Der Rückgang des Staatseinflusses und die wachsende Bedeutung der Privatwirtschaft hatten für die europäischen Kapitalmärkte grundlegende Konsequenzen. Die staatliche Kreditaufnahme ist gesunken und die Inflation ist nach den inflationären 70er und 80er Jahren deutlich zurückgegangen. Hier haben der wachsende Wettbewerb und die Globalisierung ebenfalls eine wichtige Rolle gespielt. Die Konsequenz dieser Entwicklung war für die Anleger, dass die Verzinsung von Staatsschuldtiteln dramatisch gesunken ist und momentan mehr als 2%-Punkte unter dem langjährigen Durchschnitt liegt (vgl. Abbildung 9).

Abbildung 9



Bei vielen Investorengruppen sind die Zinserträge als Konsequenz dieses Prozesses stetig geschrumpft und den Lebensversicherungen beispielsweise fällt es schwer, in diesem Niedrigzinsumfeld die den Versicherten versprochenen jährlichen Ertragszuwächse von mindestens 7% zu erzielen. Dies hat zuletzt den Performancedruck, der auf den meisten Investoren lastet, massiv erhöht, zumal sich durch Deregulierung und Globalisierung der Wettbewerb bei den Finanzdienstleistern deutlich verschärft hat.

Die heutige Situation für den Anleger wird aus unserer Sicht dadurch erschwert, dass sich an dem historisch niedrigen Zinsniveau für Staatsanleihen auch in den kommenden Jahren nur wenig ändern dürfte. Wir gehen davon aus, dass sich der Prozeß des Rückzugs des Staates aus dem Wirtschaftsleben und der sinkenden Emissionen von Staatsschuldtiteln in Europa weiter fortsetzen wird. Wie weit diese Entwicklung gehen kann, zeigt das Beispiel der USA. Dort gibt es Prognosen, die implizieren, dass bis 2010 die Staatsschulden weitgehend getilgt sein werden und damit den Anlegern quasi keine (marktfähigen) Staatsschuldtitel mehr zur Verfügung stehen. In den USA wird gegenwärtig beispielsweise diskutiert, was es bedeuten könnte, wenn die Zentralbank für ihre Geldpolitik nicht mehr auf den Kauf von Staatsanleihen zurückgreifen kann, sondern auf Emissionen von privaten Emittenten zurückgreifen muß. Auch wenn wir von einer solchen Diskussion in Europa noch weit entfernt sind, gehen wir doch davon aus, dass die Emissionsvolumina der öffentlichen Hand auch bei uns immer mehr zurückgehen. Dies dürfte auch langfristig zu historisch niedrigen Zinsen führen, und es wird daher schwierig bleiben, die aus der Vergangenheit gewohnte durchschnittliche Jahresperformance von 7-7,5% durch den einfachen Kauf von 10jährigen europäischen Staatsanleihen zu erzielen.

Mehr Raum für den Privatsektor

Damit kommen wir zum zweiten Aspekt des Megatrends der 90er Jahre. Die andere Seite des Rückzugs des Staates ist nämlich die Tatsache, dass damit Raum geschaffen wird für den Privatsektor. Das hat aber nicht nur eine wachsende Bedeutung der Unternehmen für die Wirtschaft zur Folge, sondern auch eine wachsende Bedeutung von Kapitalmarktprodukten von Unternehmen für die Märkte.

Dieser Prozeß weg von Kapitalmarktprodukten des Staates hin zu marktwirtschaftlichen Produkten wurde durch die Einführung des EUR am 1.1.1999 noch verstärkt. Die europäischen Kapitalmärkte haben sich mittlerweile in einem dramatischen Ausmaß verändert. Sowohl die Marktstrukturen als auch das Verhalten von Investoren und Emittenten

waren einem beeindruckenden Transformationsprozeß ausgesetzt. Aktien werden immer wichtiger, und der Rentenmarkt wird durch neue Produkte verändert, die durch den Unternehmenssektor geprägt sind. Für den Anleger verliert damit nicht nur das Produkt Staatsanleihen an Bedeutung, sondern auf der anderen Seite wird ihm auch eine Fülle von Anlagealternativen angeboten, auf die er sich einstellen muß, um als Anleger an den Kapitalmärkten erfolgreich zu bleiben.

Eigenschaften von Unternehmensanleihen

Die naheliegendste Anlagealternative zu den gewohnten Staatsanleihen und Pfandbriefen sind in diesem marktwirtschaftlich geprägten Umfeld natürlich Unternehmensanleihen, die sich nicht in den Grundstrukturen, sondern nur durch die Emittenten von Staatsanleihen unterscheiden. Dieses Marktsegment hat seit Beginn der EWU in Europa ein explosionsartiges Wachstum erfahren (vgl. Lazard Hintergrund 03/2000 "Europäisches Rentenmanagement"). In Abhängigkeit von der Bonität (Rating) bieten europäische Unternehmensanleihen z.T. sehr deutliche Renditeaufschläge gegenüber Bundesanleihen. Im Bereich der verbrieften Kredit-

produkte (ABS, MBS) erzielt man deutlich höhere Renditen als mit deutschen Pfandbriefen bei in der Regel gleichem Rating. Die höheren Renditen in diesen neuen Produkten erkauft man sich im Falle der Unternehmensanleihen allerdings über das Eingehen höherer Kreditrisiken und im Falle von ABS und MBS durch die Übernahme von Rückzahlungsrisiken, ähnlich wie bei den dänischen Pfandbriefen. Die Entscheidung über die Erweiterung des eigenen Anlageuniversums hängt davon ab, welche Renditeerwartungen man hat und welche Risikobereitschaft vorliegt. Um die zu erwartenden Mehrerträge von Unternehmensanleihen einzuschätzen, werfen wir einen Blick auf die historischen Erfahrungen der letzten Jahre.

Tabelle 1 zeigt die Überrendite (im Sinne von Performance) von Unternehmensanleihen unterschiedlicher Ratingklassen über Staatsanleihen in den USA seit 1990 (nur in den USA ist eine für solche Überlegungen genügend lange Historie vorhanden). Je schlechter das Rating der jeweiligen Unternehmensanleihekategorie, desto höher war in der Historie auch der durchschnittliche Mehrertrag aus der Anlageklasse (Ausreißer AA). Er betrug bei AAA Unternehmensanleihen im Schnitt 34 Bp, bei AA 59 Bp, bei A 37 Bp und bei BBB 52 Bp.

Tabelle 1

Jahresperformance von US-Unternehmensanleihen nach Ratingklassen

	Treasuries	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
1990	8.654	8.05	8.67	7.65	5.42	5.85	-9.15	-36.54
1991	15.198	16.90	17.96	18.10	18.91	23.18	46.05	72.34
1992	7.209	8.46	8.64	9.05	10.16	14.77	20.01	16.13
1993	10.629	10.84	11.87	11.89	13.05	15.89	18.22	29.92
1994	-3.349	-3.13	-4.16	-3.28	-2.59	-1.34	0.33	-11.76
1995	18.45	20.63	21.96	20.95	21.84	22.62	16.69	16.36
1996	2.609	3.14	2.64	3.24	3.98	8.99	14.33	8.99
1997	9.618	10.55	10.40	9.90	11.19	12.58	12.86	15.33
1998	10.034	9.80	9.54	9.44	7.09	6.57	1.82	-6.30
1999	-2.384	-3.55	-2.13	-2.36	-0.83	1.95	3.07	1.47
2000	13.372	12.13	11.25	9.53	7.54	2.22	-7.71	-17.41
Durchschnitt	8.19	8.53	8.78	8.56	8.71	10.30	10.59	8.05

Quelle: SSB, ML, Angaben in %

High Yield als Anlageklasse

Auffällig ist in Tabelle 1, dass die Ertragsdifferenzen im Bereich der Anleihen mit Investmentqualität nicht sehr beeindruckend sind, während es zu einem Ertragsprung kommt, wenn man den Bereich Investmentqualität verläßt und Ratings schlechter als BBB zuläßt. Unternehmensanleihen, die ein Rating aufweisen, das schlechter ist als Investmentqualität, deren Rating also niedriger liegt als BBB (S&P) bzw. Baa (Moody's) werden als Hochzinsanleihen bzw. High Yield bezeichnet. Der durchschnittliche Mehrertrag von BB gerateten Unternehmensanleihen betrug 211 Bp. und der von B gerateten Unternehmensanleihen sogar 240 Bp. Hochzinsanleihen erzielten also deutlich höhere (absolute) Durchschnittserträge als die klassischen Rentenprodukte.

Global gesehen machen Hochzinsanleihen rund 4% des gesamten Weltrentenmarktes aus (vgl. Abbildung 10). Wir unterscheiden dabei High Yield von Emerging Market Anleihen, denn wegen deren Abhängigkeit von Länder-, Währungs- und politischen Risiken ist dies eine ganz andere Asset Klasse. Das Marktsegment Hochzinsanleihen hat sich in Europa seit 1997 rasant entwickelt. Die Marktkapitalisierung, das tägliche Handelsvolumen und die Liquidität haben stetig zugenommen (vgl. Abbildung 11).

Abbildung 10

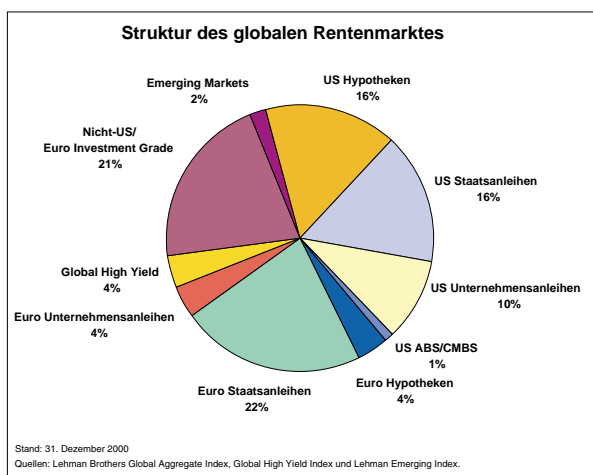
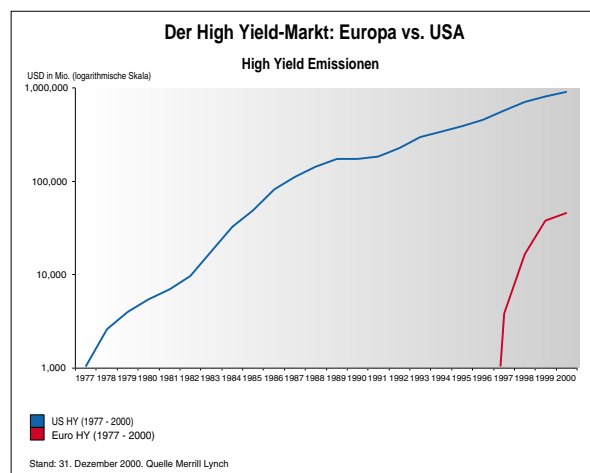
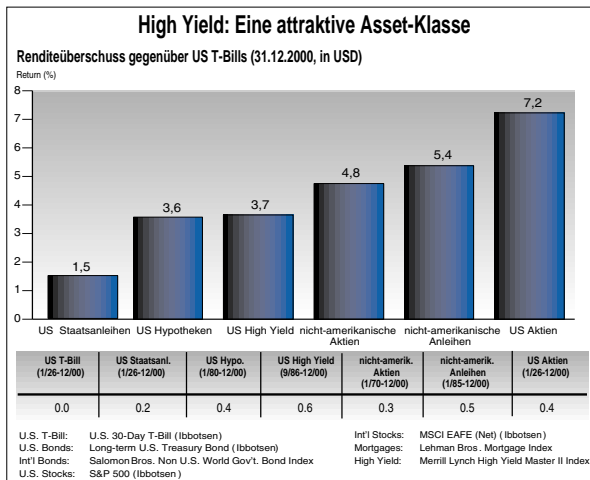


Abbildung 11



Damit erweitert eine Ausdehnung des Anlageuniversums auf Unternehmensanleihen die Ertragsperspektiven des Anlegers, und dies umso stärker, je weiter er bereit ist, bei seinen Rentenengagements niedrigere Ratings zu akzeptieren. Der eigentliche Ertragsprung kommt mit dem Übergang zu High Yield. Der Clou bei den High Yield Anleihen ist darüber hinaus, dass sie auch risikogewichtet attraktiver sind als Staatsanleihen und Aktien. Die sogenannte Sharpe Ratio, die den Mehrertrag, den man durch das Eingehen von zusätzlichem Risiko erwarten kann, ins Verhältnis setzt zu dem zusätzlich eingegangenen Risiko, ist bei den High Yield Anleihen deutlich höher als die von Regierungsanleihen und Aktien (vgl. Abbildung 12). Unter dem Gesichtspunkt Ertrag/Risiko-Relation sind High Yield Anleihen also eine extrem attraktive Anlagealternative. Dies macht auch Abbildung 13 deutlich, die Risiko und Ertrag von verschiedenen Finanzprodukten darstellt.

Abbildung 12

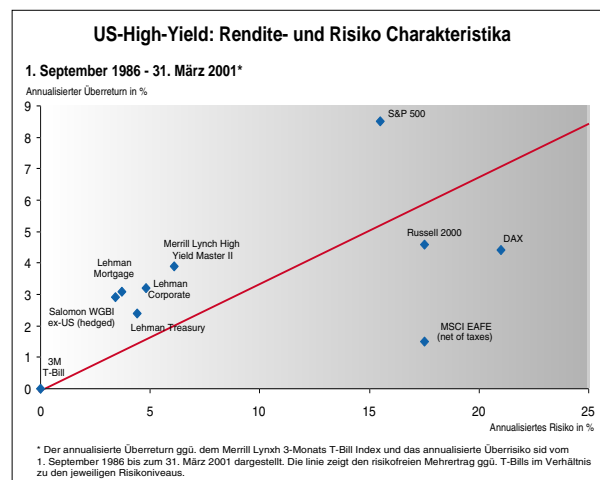


Hintergrund für die deutlich bessere risikoadjustierte Verzinsung von Hochzinsanleihen im Vergleich zu Unternehmensanleihen mit höherer Qualität oder Staatsanleihen ist die Tatsache, dass sich viele Anleger in diesem Bereich nicht engagieren dürfen, so dass die Emittenten dort besonders hohe Renditen anbieten müssen, um Käufer für ihre Titel zu finden. Damit erhält der Käufer der Anleihen dann für das Risiko, das er eingeht, insbesondere das höhere Kreditausfallrisiko, praktisch eine Überkompensation. Dies macht die High Yield Anlage für den Investor, der dieses Produkt kaufen darf, äußerst interessant.

Trotz aller grundsätzlichen Euphorie über den risikoadjustierten Mehrertrag von High Yield im Vergleich zu anderen Asset Klassen darf man aber einige Aspekte nicht vergessen. Den Mehrertrag von Hochzinsanleihen gibt es nicht kostenlos.

- Erstens erfordert die Anlage in High Yield eine sorgfältige (und kostenintensive) Analyse des Kreditausfallrisikos der einzelnen Unternehmen. Die Tatsache, dass Anfang 2001 mehr als 7% aller amerikanischen High Yield Emissionen ausfielen, zeigt, dass die sorgfältige Einzeltitelauswahl und das Nutzen eines Credit Research das A & O des High Yield Investments sind.
- Zweitens gibt einen weiteren Risikoaspekt der High Yield Anlage, der bei der Berechnung der Sharpe Ratio aufgrund der Verwendung der üblichen Renditevolatilität als Risikomaß nicht erfaßt wird. Die Liquidität ist bei diesen Anleihen

Abbildung 13



wesentlich niedriger als bei normalen Renteninvestments. Daher sollte der Anlagehorizont generell länger sein, denn Trading von High Yield verspricht wegen der relativ hohen Geld/Brief-Spannen nur wenig Erfolg.

- Drittens ist der High Yield Markt von einer ausgeprägten Zyklizität gekennzeichnet. Tabelle 1 auf Seite 10 zeigt deutlich die hohe Volatilität in den Erträgen bei den Hochzinsanleihen. In Phasen hoher Risikoaversion kommt es in den Märkten oft zu einer Flucht in die Qualität. Beispiele sind die Jahre 1990 (US-Rezession), 1994 (massive US-Zinserhöhungen), 1998 (Asien-Krise) und 2000 (Platzen der Aktienmarktblase). In all diesen Szenarien wären Umschichtungen aus High Yield in Staatsanleihen oder Unternehmensanleihen sehr hoher Qualität die bestmögliche Maßnahme gewesen. Dies unterstreicht unseren im folgenden diskutierten Ansatz, die High Yield Anlage stets im Portfoliozusammenhang im Zusammenspiel mit anderen Asset Klassen zu sehen und trotz aller positiven Eigenschaften nicht so sehr als Einzelinvestment.
- Viertens sollten High Yield Investments weniger in Einzeltiteln, als vielmehr über breite Portfoliozusammenstellungen betrieben werden. Nur beim Zusammenstellen von Portfolios von High Yield Titeln kann man sinnvoll zu erwartende Erträge, Ausfälle, Recovery-Raten und ähnliche Erwartungen aus der Historie heraus quantifizieren, denn nur im breiten Portfolio kann man mit historischen Durchschnittswerten auf zukünftige Erwartungswerte schließen.

Asset Allocation unter Einbezug von High Yield

Damit ist der Bogen gespannt zum eigentlichen Thema, der Erweiterung der Möglichkeiten der Asset Allocation durch den Einsatz von High Yield Anleihen. Die zentrale Eigenschaft von High Yield ist, dass Hochzinsanleihen eine Art Hybrid zwischen Aktien und Renten darstellen. Einerseits sind High Yield Anleihen Rentenpapiere in dem Sinne, dass sie einen stetigen Einnahmestrom durch normale Kuponzahlungen versprechen. Das Zinsniveau am Rentenmarkt und seine Veränderung sind dabei Bestimmungsfaktoren auch der Verzinsung der Hochzinsanleihen. Der Kupon ist allerdings höher als bei normalen Renten, um für das höhere Kreditausfallrisiko zu kompensieren, wodurch man sozusagen einen natürlichen Hedge gegen Marktbe-
 wegungen hat. Andererseits haben Hochzinsanleihen aber auch einen starken Aktiencharakter, denn die Bonität der Papiere hängt von der Qualität des emittierenden Unternehmens ab. Damit sind die Unternehmensgewinne wie bei Aktien zentraler Katalysator für die Wertentwicklung der High Yield Anleihen. Zu der Kreditanalyse von High Yield gehören in starkem Maße auch die Betrachtung des Managements, die Prüfung von Geschäftsplänen, Kapitalstruktur und Liquidität sowie Gewinnwachstumswahlen und Cash Flows, Themen auch der klassischen Aktienanalyse, wenn auch unter einem etwas anderen Blickwinkel.

Insgesamt haben Hochzinsanleihen Charakteristika sowohl von Aktien als auch von Renten; es gibt aber auch Eigenschaften, die sie von beiden unterscheiden. Dies ist der Kern der Eigenschaft von Hochzinsanleihen, die sie für Asset Allocation Überlegungen interessant macht. Hochzinsanleihen stellen eine eigenständige Asset Klasse dar, ergänzend zu Staatsanleihen und Aktien. Die Korrelation zu beiden anderen Märkten ist in sehr vielen Marktphasen niedrig.

Damit erzielt man bei Einbezug von High Yield in klassische Portfolios von Staatsanleihen und Aktien eine deutliche risikosenkende Wirkung durch Diversifikation. Das Anlagespektrum des Investors, der seine Anlagen in drei separate Asset Klassen einteilt, ist damit deutlich erweitert. Abbildung 14 zeigt die Rolle von High Yield in einem Standardportfolio von US-Staatsanleihen. Der risikosenken-

de Effekt der Beimischung von High Yield zum Staatsanleihenportfolio ist sehr ausgeprägt. Abbildung 15 zeigt, dass sich diese Entwicklung auch für die kurze Periode in Europa bestätigt, in der wir bisher auf High Yield zurückgreifen können. High Yield ist ein Wunschprodukt für die Portfoliooptimierung mit Eigenschaften, die dem Anleger in dieser klaren Form bisher nicht zur Verfügung standen.

Abbildung 14

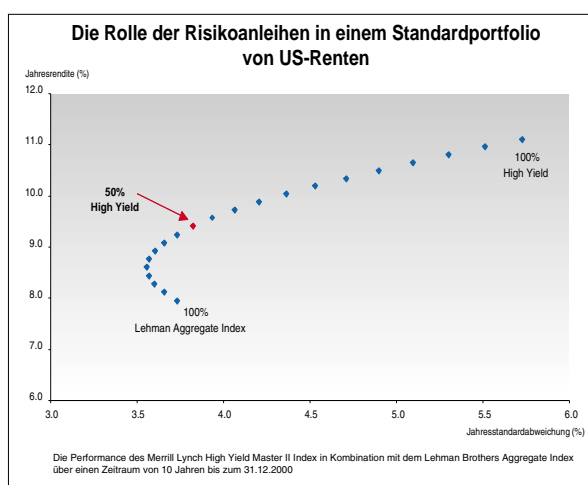
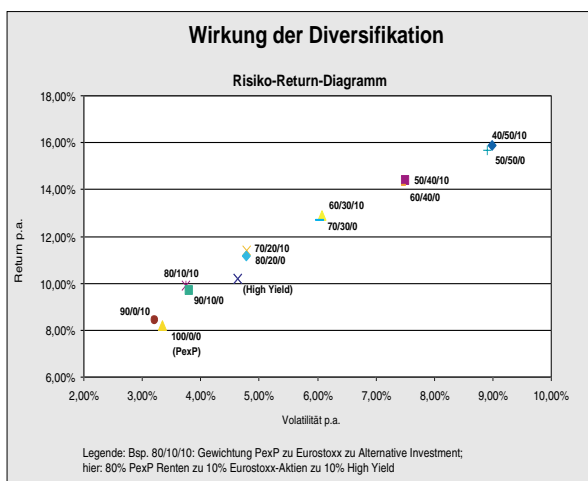


Abbildung 15



Zusammenfassung

Der Vorteil der Portfoliodiversifikation ist der, dass der Anleger durch das Mischen von Assets geringer Korrelation Portfolios aufbauen kann, die bei gleichem Risiko höhere Erträge oder bei gleichen Erträgen niedrigere Risiken aufweisen als die Einzelassets, die das Portfolio ausmachen. In Europa waren die Möglichkeiten der strategischen Asset Allocation, der langfristigen Aufteilung des Vermögens auf die unterschiedlichen Assets, in der Vergangenheit aber eng begrenzt, denn im Prinzip ging es mangels alternativer Asset Klassen nur um die Aufteilung zwischen Aktien und Staatsanleihen, die zudem in vielen Marktphasen hoch korreliert sind, und damit nur begrenztes Diversifikationspotential haben. Auch die anderen Dimensionen der Diversifikation wie Länderstreuung oder Branchen-diversifikation haben die Anleger als notwendig, aber als nicht ausreichend eingeordnet. Natürlich haben die Anleger auch die Streuungspotentiale von Small vs. Large Caps im Aktienbereich ausgenutzt, aber gerade in Deutschland hat die lange Unterperformance von SDAX und MDAX im Vergleich zum DAX und der Kollaps des Neuen Marktes die Grenzen auch dieses Ansatzes aufgezeigt.

Daher war die Etablierung von Kreditprodukten in Euroland und damit das Auftauchen neuer Lösungen der Asset Allocation Problematik die größte Revolution an den europäischen Kapitalmärkten der letzten Jahre. Speziell das Wachsen der Märkte für High Yield bedeutet für den Anleger eine wichtige Ausweitung des Anlageuniversums, denn diese Asset Klasse stellt ein Hybrid zwischen Aktien und Renten dar. Sie bietet wegen der geringen Korrelation zu Aktien und Staatsanleihen ganz neue Möglichkeiten der Risikodiversifikation. High Yield ist die lange vermißte, eigenständige dritte Asset Klasse neben Aktien und Staatsanleihen, die die Anleger zukünftig begleiten wird.

Anlagen in den neuen Produkten Unternehmensanleihen, ABS/MBS und High Yield werden für institutionelle Investoren, Portfoliomanager und auch Privatanleger immer wichtiger werden. Erfahrungen aus den USA (wo diese Instrumente seit Jahrzehnten existieren) zeigen aber, dass bei Unternehmensanleihen (und anderen Kreditprodukten) der Portfoliogedanke besonders wichtig ist. Der Wert der

High Yield Anlage entsteht weniger durch den Kauf von Einzeltiteln als vielmehr durch die Integration von High Yield Portfolios in die gesamte Portfoliostrukturierung. High Yield Investments sind daher besonders attraktiv für die Vergabe von Spezialfondsmandaten zur generellen Etablierung der Asset Allocation Entscheidung, zumal die High Yield Anlage wegen des großen Research-Aufwandes für viele Anlegergruppen kaum in Eigenregie bewerkstelligt werden kann.

Verfasser: Werner Krämer, Leiter Research
Tel.: 069 - 50 60 6 - 141



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Grüneburgweg 102
60323 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