

TROTZ NIEDRIGER ZINSEN – WARUM ANLEIHEN ZUR DIVERSIFIKATION WEITERHIN UNVERZICHTBAR SIND

VANGUARD RESEARCH

Autoren: Giulio Renzi-Ricci und Lucas Baynes

- In vielen Industrieländern liegen die Zinsen nur knapp über oder sogar unter null, Staatsanleihen werfen deutlich niedrigere Renditen ab als noch vor fünf oder zehn Jahren. Immer mehr Anleger stellen daher die Rolle festverzinslicher Wertpapiere in ihrem Portfolio in Frage.
- Wie wir in dieser Studie zeigen werden, haben Anleihen nichts von ihrem Diversifikationspotenzial verloren und sind auch weiterhin ein wichtiger Volatilitätsdämpfer in einem Multi-Asset-Portfolio – trotz einmalig niedriger Zinsen.
- Wir analysieren die Korrelationen zwischen einzelnen Sub-Assetklassen, ihre Renditestreuung bei fallenden Aktienkursen sowie ihre Wertentwicklung in Bärenmärkten und bei Kurskorrekturen am Aktienmarkt. Vor allem überprüfen wir die These, Staatsanleihen ließen sich durch Unternehmensanleihen mit Investment Grade-Rating ersetzen.

Immer mehr Anleger stellen sich die Frage, warum sie in festverzinsliche Wertpapiere investieren sollten, zumal Staatsanleihen heute deutlich niedrigere Renditen abwerfen als noch vor fünf oder zehn Jahren: Per Ende November 2020 lag die Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen bei -0,57%; britische Giltts warfen nur noch 0,30% ab, nachdem sie im Juli ein Rekordtief von 0,10% erreicht hatten. Für französische Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit erhielten Anleger -0,33%, für Schweizer Anleihen sogar -0,55% und auch in Schweden lag die Rendite mit rund -0,01% knapp unter der Nullmarke.

Nach wie vor beschränken sich negative Renditen vor allem auf Länder mit Negativzinspolitik (Negative Interest Rate Policy; NIRP), darunter Japan und einige europäische Länder. Doch auch in anderen Ländern steigt die Wahrscheinlichkeit negativer Anleiherenditen – insbesondere für den Fall, dass sich die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie als schwerer erweisen sollten als ursprünglich erwartet.

Angesichts extrem schwacher Renditen überrascht es nicht, dass einige Anleger sich aus den traditionellen „sicheren Häfen“ der Rentenmärkte zurückziehen wollen. Konkret sind oft zwei Thesen zu hören: 1. Staatsanleihen haben ihr Diversifizierungspotenzial verloren und können Verluste durch fallende Aktienkurse nicht mehr abfedern. Niedrige oder negative Zinsen verschärfen die Lage noch. 2. Unternehmensanleihen mit Investment Grade-Rating sind ein guter Ersatz für Staatsanleihen und können Aktienrisiken besser diversifizieren¹.

In dieser Studie stellen wir beide Thesen auf den Prüfstand und analysieren dazu die Korrelationen zwischen einzelnen Sub-Assetklassen (Geldmarktinstrumente, Staatsanleihen und Unternehmensanleihen), ihre Renditestreuung bei negativen Aktienrenditen sowie ihre Wertentwicklung in Bärenmärkten und bei Kurskorrekturen am Aktienmarkt. Dazu betrachten wir zunächst zwei Länder: Großbritannien, wo die Renditen von Staatsanleihen in den letzten Jahren stark gesunken, aber nicht unter die Nullmarke gefallen sind, und Deutschland, wo die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen die Nullmarke im März 2019 durchbrochen haben.

Korrelation zwischen Aktien- und Anleiherenditen

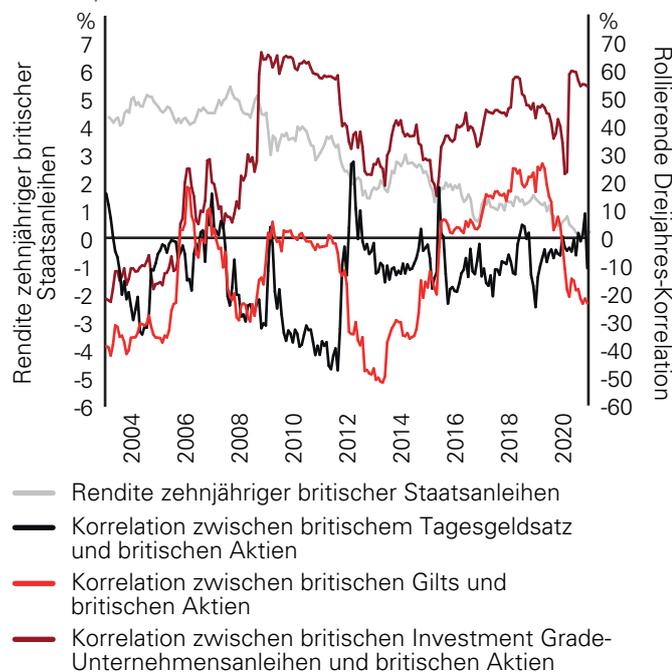
Die Stärke der Korrelation zwischen zwei Assetklassen ist ein wichtiger Indikator für die Diversifikationsvorteile, die Anleger durch ein entsprechendes Mischportfolio erzielen können. Je niedriger die Korrelation, desto höher sollte das Diversifikationspotenzial sein. Historisch ist die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen uneinheitlich – mal negativ, mal positiv, seit den späten Neunzigerjahren jedoch überwiegend negativ (Ilmanen, 2003).

Mittlerweile erzielen Anleger an vielen Rentenmärkten jedoch nur noch extrem niedrige oder sogar negative Renditen und stellen sich daher die Frage, ob die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen auch in Zukunft Bestand haben wird.

¹ Ebenfalls oft zu hören ist die These, Protective-Put-Indizes wie der CBOE S&P 500 5% Put Protection Index oder der DAXplus Protective Put Index könnten effektiver vor Verlustrisiken durch sinkende Aktienkurse schützen als ein typisches Mischportfolio aus Aktien und Anleihen. Auf diese Behauptung gehen wir in diesem White Paper jedoch nicht weiter ein. Siehe Israelov (2019) für weitere Details.

Abbildung 1a zeigt die dreijährige rollierende Korrelation zwischen britischen Aktien und drei britischen Anleihen mit unterschiedlichem Kreditrisiko (Geldmarktinstrumente, Staatsanleihen und Investment Grade-Unternehmensanleihen) für den Zeitraum von Januar 2003 bis November 2020. Im gleichen Diagramm ist auch die Wertentwicklung zehnjähriger britischer Staatsanleihen abgebildet. Wir unsere Ergebnisse deutlich machen, haben britische Aktien historisch eine höhere und positive Korrelation mit britischen Unternehmensanleihen, jedoch eine deutlich niedrigere und meist negative Korrelation mit britischen Staatsanleihen und Geldmarktinstrumenten. Eine konkrete Trendänderung, die auf eine steigende Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen bei sinkenden Anleiherenditen hindeutet, ist ebenfalls nicht erkennbar, im Gegenteil: Wie in **Abbildung 1a** zu erkennen ist, hat die negative Korrelation zwischen britischen Aktien und britischen Staatsanleihen im letzten Jahr sogar zugenommen, ebenso wie die positive Korrelation mit britischen Unternehmensanleihen.

Abbildung 1a. Rendite zehnjähriger britischer Staatsanleihen und dreijährige rollierende Korrelationen zwischen britischen Anleihen und Aktien, Januar 2003 bis November 2020

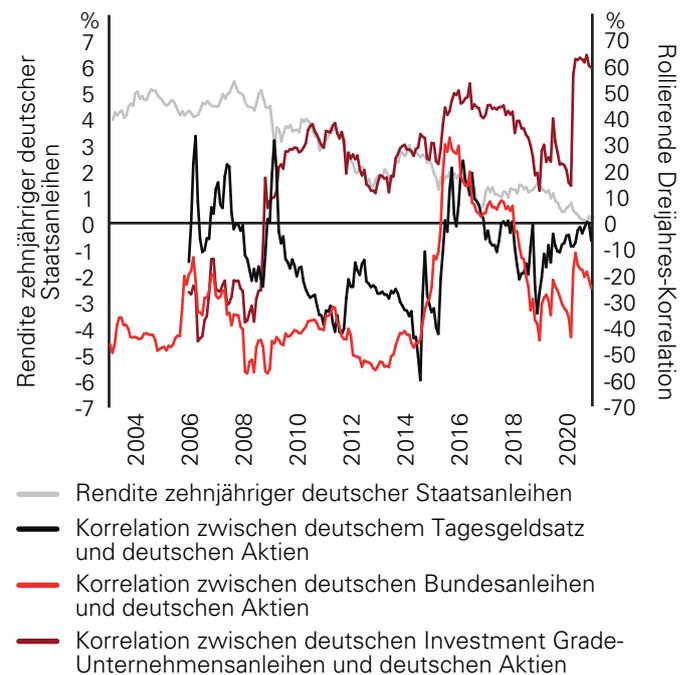


Hinweise: Britische Aktien werden dargestellt durch den FTSE All Share Total Return Index, britische Staatsanleihen (Gilts) durch den Bloomberg Barclays UK Government All Bonds Total Return Index; der britische Tagesgeldsatz entspricht dem dreimonatigen ICE GBP LIBOR, britische Unternehmensanleihen werden dargestellt durch den Bloomberg Barclays Sterling Corporate Total Return Index. Alle Angaben in GBP.

Quelle: Bloomberg L.P.; Berechnung auf Grundlage monatlicher Daten von Januar 2003 bis November 2020.

Abbildung 1b enthält die gleiche Analyse für Deutschland. Die Ergebnisse entsprechen denen der Analyse für Großbritannien. Der dreijährige Korrelationsverlauf zwischen deutschen Aktien und deutschen Staatsanleihen zeigt, dass Staatsanleihen auch bei negativen Zinsen zur Diversifikation eines Portfolios beitragen können. Tatsächlich hat sich die negative Korrelation noch verstärkt, nachdem die Anleiherenditen unter die Marke von 0% gefallen waren. Was in Deutschland passiert ist, sollte sich demnach in anderen Ländern wiederholen: Staatsanleihen sollten auch dann als Diversifizierungsinstrument funktionieren, wenn die Renditen unter die Nullmarke fallen, die Inflation jedoch schwach bleibt und die Zentralbanken an ihrem Kurs festhalten.

Abbildung 1b: Rendite zehnjähriger Bundesanleihen und dreijährige rollierende Korrelation zwischen deutschen Aktien und Anleihen, Januar 2003 bis November 2020



Hinweise: Deutsche Aktien werden dargestellt durch den DAX-Index, deutsche Staatsanleihen durch den Bloomberg Barclays Germany Government All Bonds Total Return Index; der deutsche Tagesgeldsatz entspricht der Rendite deutscher Staatsanleihen mit dreimonatiger Laufzeit, deutsche Unternehmensanleihen werden dargestellt durch den Bloomberg Barclays Global Credit Germany Total Return Index. Alle Angaben in EUR.

Quelle: Bloomberg L.P.; Berechnung auf Grundlage monatlicher Daten von Januar 2003 bis November 2020.

Korrelation ist nicht alles: Was zählt, ist die Absicherung von Verlustrisiken

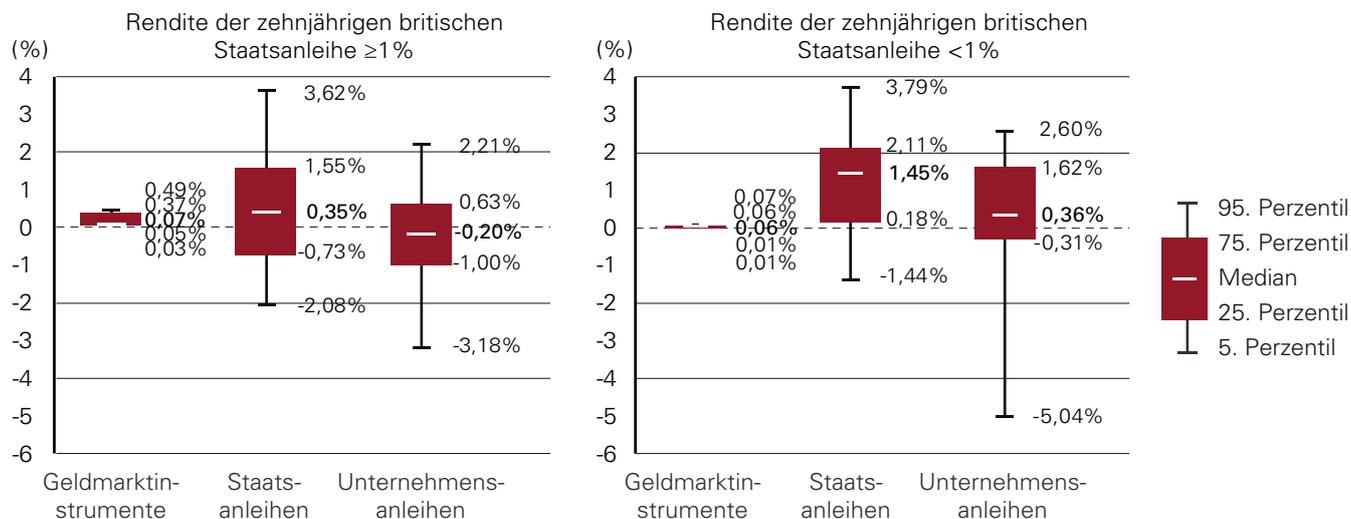
Anhand ihrer Korrelation lässt sich die lineare Beziehung zwischen zwei Variablen (in unserem Fall Aktien und Anleihen) abschätzen. Wie bereits erwähnt, ist die Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen meist negativ. Das bedeutet: Wenn die Aktienrenditen unter ihrem langfristigen Mittelwert lagen, lagen die Renditen von Staatsanleihen in der Regel darüber – und umgekehrt. Korrelationen unterliegen jedoch zwei Einschränkungen: Sie sind eine Schätzung der durchschnittlichen Wechselwirkung; Anleger wollen jedoch eher wissen, wie sich Anleihen entwickeln, wenn Aktien einbrechen. Auch verraten sie nicht, wie stark die Wechselwirkung zwischen Aktien und Anleihen ist. Die Korrelation sagt also nichts darüber aus, wie stark Anleihen steigen könnten, wenn die Kurse am Aktienmarkt sinken.

Daher betrachten wir auch die tatsächliche Wertentwicklung von Anleihen in Phasen negativer Aktienrenditen (ebenfalls zwischen Januar 2003 und November 2020).

Abbildung 2a und **Abbildung 2b** zeigen die Verteilung der Renditen britischer und deutscher Geldmarktinstrumente, Staatsanleihen und Investment Grade-Unternehmensanleihen in Phasen fallender Aktienkurse.

Die Diagramme zeigen die Verteilung britischer Anleiherenditen in zwei Szenarien: Wenn die Effektivrendite zehnjähriger britischer Gilts größer oder gleich 1% ist (links) und wenn die Effektivrendite unter der Marke von 1% liegt (rechts). In **Abbildung 2b** verhält es sich genauso: Im Diagramm auf der linken Seite sind deutsche Anleiherenditen für Zeiträume abgebildet, in denen die Effektivrendite deutscher Bundesanleihen kleiner gleich null ist, im rechten Diagramm für Effektivrenditen über der Marke von null.

Abbildung 2a. Britische Anleiherenditen in Phasen fallender Kurse am britischen Aktienmarkt, Januar 2003 bis November 2020

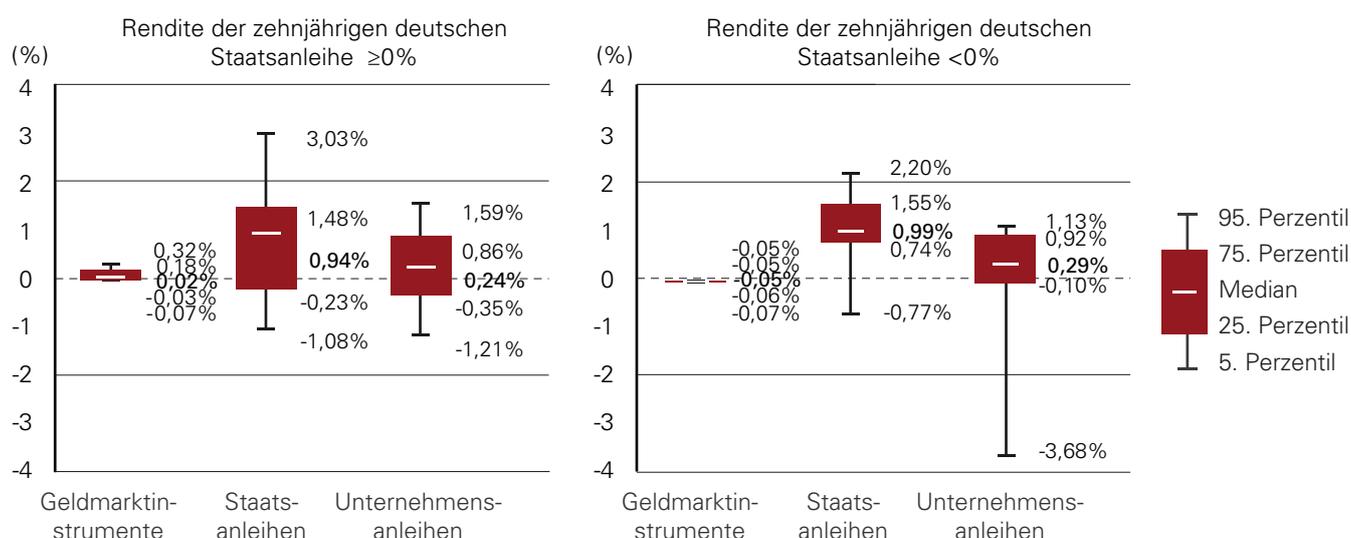


Hinweise: Britische Aktien werden dargestellt durch den FTSE All Share Total Return Index, britische Staatsanleihen (Gilts) durch den Bloomberg Barclays UK Government All Bonds Total Return Index; der britische Tagesgeldsatz entspricht dem dreimonatigen ICE GBP LIBOR, britische Unternehmensanleihen werden dargestellt durch den Bloomberg Barclays Sterling Corporate Total Return Index. Alle Angaben in GBP. Das Diagramm auf der linken Seite zeigt die Verteilung der monatlichen Renditen für Zeiträume, in denen die Effektivrendite zehnjähriger britischer Staatsanleihen größer oder gleich 1% war. Das Diagramm auf der rechten Seite zeigt die Verteilung der monatlichen Renditen für Zeiträume, in denen die Effektivrendite zehnjähriger britischer Staatsanleihen unter 1% lag.

Quelle: Bloomberg L.P.; Berechnung auf Grundlage monatlicher Daten von Januar 2003 bis November 2020.

Wie zu erkennen ist, warfen Staatsanleihen bei fallenden Aktienkursen eine höhere Medianrendite ab als Unternehmensanleihen oder Geldmarktinstrumente. Selbst am untersten Ende der Renditespanne (5. Perzentil) waren Staatsanleihen rentabler als Unternehmensanleihen. Ebenfalls erwähnenswert ist, dass die Renditespanne von Staatsanleihen schrumpfte, wenn die Effektivrendite britischer Gilts unter die Marke von 1% fiel, wohingegen die Renditeverteilung von Unternehmensanleihen größer wurde. Dasselbe Phänomen lässt sich bei deutschen Anleiherenditen beobachten, wenn die Effektivrendite deutscher Bundesanleihen unter die Marke von 0% fiel. Auch diese Beobachtung belegt: Anleihen können die Risiken eines Multi-Asset-Portfolios mit Aktienanteil deutlich reduzieren. Auch wenn sie kaum Rendite abwerfen, können sie Verluste durch fallende Aktienkurse deutlich besser abfedern als Unternehmensanleihen.

Abbildung 2b. Deutsche Anleiherenditen in Phasen fallender Kurse am deutschen Aktienmarkt, Januar 2003 bis November 2020



Hinweise: Deutsche Aktien werden dargestellt durch den DAX-Index, deutsche Staatsanleihen durch den Bloomberg Barclays Germany Government All Bonds Total Return Index; der deutsche Tagesgeldsatz entspricht der Rendite deutscher Staatsanleihen mit dreimonatiger Laufzeit, deutsche Unternehmensanleihen werden dargestellt durch den Bloomberg Barclays Global Credit Germany Total Return Index. Alle Angaben sind in EUR. Das Diagramm auf der linken Seite zeigt die Verteilung der monatlichen Renditen für Zeiträume, in denen die Effektivrendite zehnjähriger deutscher Staatsanleihen größer oder gleich null war. Das Diagramm auf der rechten Seite zeigt die Verteilung der monatlichen Renditen für Zeiträume, in denen die Effektivrendite zehnjähriger deutscher Staatsanleihen unter null lag.

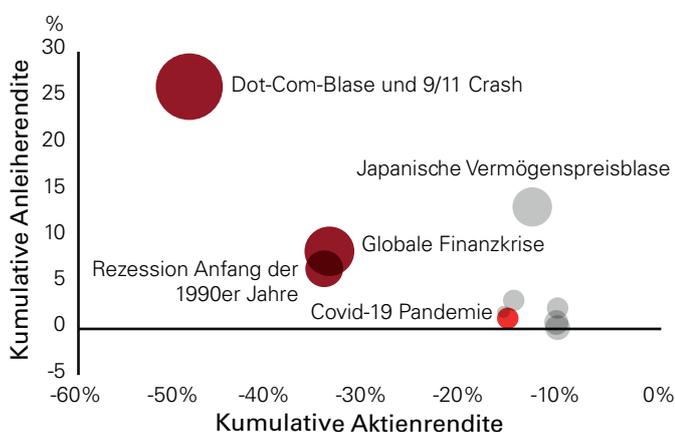
Quelle: Bloomberg L.P.; Berechnung auf Grundlage monatlicher Daten von Januar 2003 bis November 2020.

Die Wertentwicklung von Anleihen in Zeiten fallender Aktienkurse haben wir noch genauer analysiert. Konkret haben wir die kumulativen Renditen globaler Anleihen in Aktienbärenmärkten bzw. bei Marktkorrekturen miteinander verglichen. Dabei haben wir uns nicht auf den britischen und deutschen Markt beschränkt, sondern ein Portfolio globaler Aktien und Anleihen analysiert².

Abbildung 3 zeigt auf der horizontalen Achse die kumulativen globalen Aktienrenditen in Bärenmärkten oder Marktkorrekturen zwischen Januar 1988 und November 2020³. Im Rahmen dieser Analyse definieren wir einen Bärenmarkt als einen Kursrückgang von mehr als 20% vom Höchstwert bis zur Talsohle (rote Kreise). Eine Marktkorrektur entspricht einem Kursrückgang zwischen 10 und 20% (graue Kreise). Auf der vertikalen Achse ist die kumulierte Rendite globaler Anleihen abgebildet, der Umfang der Kreise entspricht der Zahl der Kalendertage des jeweiligen Zeitraums. Die negative Korrelation zwischen Aktien- und Anleiherenditen ist eindeutig.

Aus der Grafik geht hervor, dass die Renditen globaler Anleihen in Phasen deutlicher Kursrückgänge an den globalen Aktienmärkten durchweg steigen. Während der Finanzkrise der Jahre 2007/2008 etwa brachen die Aktienkurse um rund 34% ein, die Rendite globaler Anleihen betrug im gleichen Zeitraum mehr als 8%. Auch als Anfang 1992 die japanische Preisblase platzte und Aktien rund 13% an Wert verloren, warfen Anleihen Renditen von rund 13% ab.

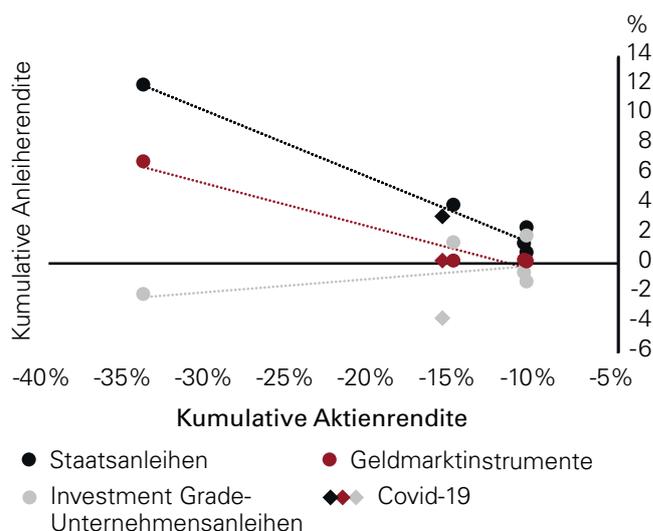
Abbildung 3. Globale Aktien- und Anleiherenditen in Aktienbärenmärkten und Marktkorrekturen, Januar 1988 bis November 2020



Notes: Equity returns are defined from the MSCI AC World Total Return Index and bond returns defined from the Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index, hedged to GBP. Both equity and bond returns are reported in GBP. A bear market is defined as a decrease of more than 20% from the previous maximum. Similarly, a correction is defined as a decline of more than 10% but less than 20%. The size of each circle is directly proportional to the number of calendar days that the period covers. Source: Bloomberg L.P., using monthly data from January 1988 to November 2020.

Von Januar bis Ende März 2020, als die Corona-Pandemie die Aktienkurse um fast 16% abstürzen ließ, erzielten globale Anleihen ein Plus von rund 1,2% (orangefarbener Kreis). Während einiger Tage im März erlebten die Rentenmärkte jedoch einen drastischen Einbruch und beendeten den Monat daher mit Verlusten. Anleger können also nicht erwarten, dass Anleihen bei negativen Aktienrenditen grundsätzlich im Wert steigen. Wenn die Aktienkurse zwischen Januar 1988 und November 2020 fielen, waren die globalen Anleiherenditen in etwa 71% der Fälle positiv. Das bedeutet auch: In 29% der Fälle folgten sie den Aktienkursen nach unten

Abbildung 4. Globale Aktien- und Anleiherenditen in Aktienbärenmärkten und Marktkorrekturen, Januar 2001 bis November 2020



Hinweise: Die Aktienrenditen werden vom MSCI AC World Total Return Index abgeleitet. Die Renditen von Staatsanleihen werden dargestellt durch den Bloomberg Barclays Global Aggregate Treasuries Total Return Index GBP Hedged, die Renditen von Unternehmensanleihen durch den Bloomberg Barclays Global Aggregate Credit Total Return Index GBP Hedged und die Renditen von Geldmarktinstrumenten durch den dreimonatigen ICE GBP LIBOR. Wir definieren einen Bärenmarkt als einen Kursrückgang von mehr als 20%, eine Marktkorrektur entspricht einem Kursrückgang zwischen 10 und 20%.

Quelle: Bloomberg L.P., monatliche Daten von Januar 2001 bis November 2020.

Man kann diese positiven Korrelationen jedoch als temporäre Anomalien betrachten; sobald die Märkte genügend Zeit haben, die Reaktion der Zentralbanken einzupreisen, stellt sich erneut die typische negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen ein, so das Ergebnis unserer Analyse. Während der letzten längeren Marktabschwünge haben wir beobachtet, dass die stabilisierende Wirkung von Anleihen in einem Multi-Asset-Portfolio mit der Länge der Krise zunimmt. In einem Niedrigzinsumfeld (wie aktuell) können Anleihen ihre Rolle jedoch weniger effizient ausfüllen, da weniger Spielraum für weitere Zinssenkungen bleibt.

Abschließend erweitern wir **Abbildung 3** und schlüsseln dazu die relative Wertentwicklung globaler Anleihen auf. In **Abbildung 4** ist zu sehen, wie sich Geldmarktinstrumente, globale Staatsanleihen und globale Unternehmensanleihen bei fallenden Aktienkursen entwickelt haben⁴.

² Siehe Donaldson et al., 2017, für weitere Details zu den Vorteilen einer globalen Diversifizierung.

³ Da wir globale Indizes verwenden, können wir den Zeithorizont unserer Analyse im Vergleich zu **Abbildung 1a, Abbildung 1b, Abbildung 2a und Abbildung 2b** verlängern.

⁴ Wegen Datenmängeln reduzieren wir unsere historische Analyse auf den Zeitraum von Januar 2001 bis November 2020.

Wie schon in den Abbildungen 2a und 2b zeigt sich auch hier, dass Staatsanleihen Aktienkursverluste besser ausgleichen konnten als Investment Grade-Unternehmensanleihen und Geldmarktinstrumente. Selbst bei niedrigen Zinsen, wie zuletzt während des pandemiebedingten Einbruchs am Aktienmarkt, hat diese Aussage Gültigkeit.

Abschließende Bemerkungen

Trotz des aktuellen Niedrigzinsumfelds werden Anleihen ihrer Aufgabe als Diversifizierungsinstrument weiterhin gerecht. Wenn überhaupt, lassen sich Unterschiede zwischen einzelnen Sub-Assetklassen erkennen: Staatsanleihen schützen besser vor Verlusten als Unternehmensanleihen. Die Ergebnisse unserer Analyse lassen nicht darauf schließen, dass eine Aktien-/Anleihediversifikation wegen niedriger Anleiherenditen nicht funktioniert. Als unhaltbar erweist sich auch die These, Unternehmensanleihen könnten ein Portfolio ebenso gut schützen wie Staatsanleihen. Unternehmensanleihen zeigen in unserer Analyse zwar ein gewisses Diversifikationspotenzial, als vollständiger Ersatz für Staatsanleihen können sie dagegen nicht gelten.

Hohe Marktvolatilität hat viele Ursachen, die gleichzeitig auf die Märkte wirken, darunter auch irrationales Anlegerverhalten. Anleger können nicht davon ausgehen, dass die negative Korrelation zwischen Aktien an jedem einzelnen Tag hält, wohl aber im Durchschnitt über einen längeren Anlagehorizont. Dass Anleihen ihre Diversifizierungsfunktion in einem Multi-Asset-Portfolio zukünftig nicht mehr ausfüllen können, lässt sich aus unserer Analyse nicht ableiten.

Literaturverzeichnis

Donaldson, Scott J., David J. Walker, Kimberly Stockton, James Balsamo und Yan Zilbering, 2017. *Vanguard's framework for constructing globally diversified portfolios*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Ilmanen, Antti, 2003. Stock-Bond Correlations. *The Journal of Fixed Income* 13(2): 55-66.

Israelov, Roni, 2019. Pathetic Protection: The Elusive Benefits of Protective Puts. –21(3): 6-33.

Wichtige Hinweise zu Anlagerisiken:

Der Wert von Anlagen und die daraus resultierenden Erträge können steigen oder fallen, und Anleger können Verluste auf ihre Investitionen erleiden.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für künftige Erträge

Wichtige Hinweise

Nur für professionelle Anleger (entsprechend der Definition der MiFID II-Direktive), die ihre Anlagen selbst verwalten (dazu gehören auch Management-Unternehmen [Dachfonds] und professionelle Kunden, die das Geld ihrer Kunden anlegen). In der Schweiz nur für professionelle Anleger. Nicht zur öffentlichen Verbreitung bestimmt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Angebot zum Kaufen bzw. Verkaufen oder als Aufforderung zum Angebot des Kaufens bzw. Verkaufens von Wertpapieren in Ländern zu verstehen, in denen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung rechtswidrig ist. Dasselbe gilt für Personen, denen gegenüber es ungesetzlich ist, ein solches Angebot bzw. eine solche Aufforderung vorzulegen, und für Personen, die nicht zur Vorlage eines solchen Angebots bzw. einer solchen Aufforderung autorisiert sind. Die hierin enthaltenen Informationen stellen keine rechtliche, steuerliche oder anlagebezogene Beratung dar. Sie dürfen sich nicht auf die Inhalte dieses Dokuments verlassen, wenn Sie Anlageentscheidungen treffen.

Im Europäischen Wirtschaftsraum wird dieses Dokument herausgegeben von der Vanguard Group (Ireland) Limited, die in Irland von der Central Bank of Ireland reguliert wird. In der Schweiz wird dieses Dokument herausgegeben von der Vanguard Investments Switzerland GmbH. Herausgegeben von Vanguard Asset Management, Limited, das im Vereinigten Königreich von der Financial Conduct Authority zugelassen wurde und reguliert wird.

© 2021 Vanguard Group (Ireland) Limited. Alle Rechte vorbehalten. © 2021 Vanguard Investments Switzerland GmbH. Alle Rechte vorbehalten.
© 2021 Vanguard Asset Management, Limited. Alle Rechte vorbehalten. 01/21_65

Connect with Vanguard™
global.vanguard.com

Vanguard