



Gipfeltreffen: EZB-Chef Mario Draghi (l.) und Fed-Chef Jerome Powell trafen sich im April 2018 bei der Tagung des IWF und der Weltbank in Washington

Das doppelte Risiko

Rentenfonds bringen kaum noch Zinsen und sind von Kursverlusten bedroht. Euro erklärt, was dies mit der Duration zu tun hat und wie Fondsmanager jetzt agieren VON RALF FERKEN

Es gibt Berufe, bei denen es auf jedes Wort ankommt. Das gilt zum Beispiel für Notenbanker wie Mario Draghi, der seit November 2011 die Europäische Notenbank (EZB) leitet. Oder für den noch mächtigeren Jerome Powell, der seit Februar 2018 an der Spitze der US-Notenbank steht. Sobald sie ihre Reden über Inflation oder Zinsen um eine Nuance ändern, reagieren die Kapitalmärkte sofort. Die Kurse von Aktien, Anleihen und Währungen können dann binnen Sekunden massiv zulegen – oder einbrechen.

Gerade beim EZB-Chef warten die „Notenbank-Watcher“ momentan gebannt darauf, dass er eine Straffung seiner ultralockeren Geldpolitik ankündigt. In den USA ist man da schon weiter. Die Federal Reserve Bank (Fed) kauft seit Oktober 2014 keine Anleihen mehr und erhöht seit Dezember 2016 wieder die Leitzinsen. Schritte, mit denen viele Anleger auch in der Eurozone rechnen. Offen ist nur, wann das kommt. (Anmerkung: Die jüngste EZB-Sitzung vom 14. Juni konnte Euro wegen des Redaktionsschlusses nicht mehr berücksichtigen.)

So viel scheint klar: „Voraussichtlich läuft das Netto-Kaufprogramm der EZB für europäische Anleihen in diesem Jahr aus“, sagt Lars Dahlhoff, der den Allianz Euro Rentenfonds (siehe Tabelle Seite 83) managt. Das spräche bei Anleihen für steigende Renditen. Denn er glaubt, dass die Geldpolitik einen Renditeanker für Anleihen mit kurzen Laufzeiten setzt und auch die Bondrenditen bei längeren Laufzeiten beeinflusst. Oliver Eichmann, Manager des DWS Euroland Strategie Renten, pflichtet ihm bei: „Die großen Notenbanken haben einen erheb-

lichen Einfluss auf das Renditeniveau, der nicht unterschätzt werden sollte.“

Aber nicht alle Fachleute rechnen zwangsläufig mit höheren Bondrenditen. „Für steigende Renditen spricht aktuell nicht sehr viel“, sagt Uwe Maderer, der den RenditDeka managt. „Zumindest gilt das für den Kern der Eurozone wie Deutschland oder die Niederlande.“ Maderer verweist hier auf die vergleichsweise niedrige Inflation und das Wirtschaftswachstum, das allmählich wieder nachlässt.

Alles in allem dürfte Alexander Schubert recht behalten: „Das Renditetief liegt hinter uns“, sagt der Manager des UniEuroRenta. „Auch wenn eine Leitzinserhöhung der EZB frühestens im zweiten Halbjahr 2019 realistisch erscheint, gehen wir von moderat steigenden Anleihenrenditen aus“, sagt er. DWS-Manager Eichmann sieht dies ähnlich, bleibt aber wachsam. „Die USA zeigen, dass gute Wachstumsdaten, leicht steigende Inflationsraten und steigende Zentralbankzinsen die Renditen von Staatsanleihen stark steigen lassen können“, erklärt er. So sind die Renditen zweijähriger US-Staatsanleihen in den vergangenen zwölf Monaten beispielsweise um über einen Prozentpunkt auf rund 2,5 Prozent gestiegen.

Kurse versus Renditen. Für Besitzer von Rentenfonds und -ETFs könnte es heikel werden, wenn die Renditen von Anleihen steigen. Man sollte zwar meinen, dass dies gute Nachrichten für sie wären. Doch das Gegenteil ist der Fall.

Anleger müssen bei den Restlaufzeiten der Anleihen zwei gegenläufige Zusammenhänge beachten. Regel Num-

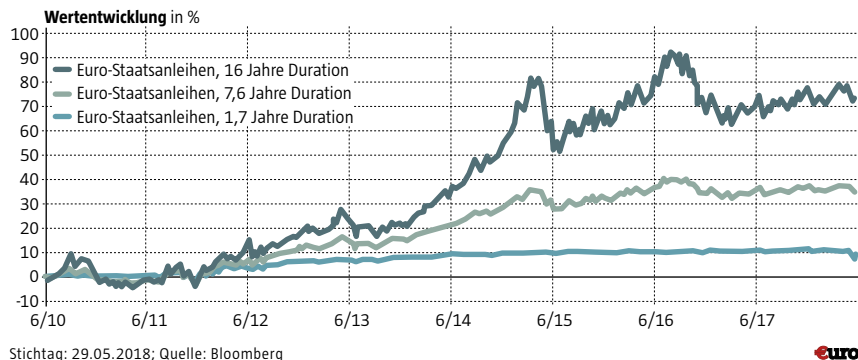
mer 1 lautet: Je länger die Restlaufzeit der Anleihen, desto höher ihre Renditen – jedenfalls solange sich keine Rezession ankündigt und sich dieses Verhältnis umkehrt. Regel Nummer 2 lautet: Je höher die Restlaufzeiten der Anleihen, desto stärker reagieren ihre Kurse auf steigende oder fallende Renditen. Besonders problematisch sind steigende Renditen, weil die Anleihekurse dann fallen.

Die Logik dahinter: Angenommen, eine neue einjährige Anleihe kommt mit 1,0 Prozent Rendite heraus, die sich aus ihrem festem Zinskupon und ihrem Kurs zusammensetzt. Eine ältere vergleichbare Anleihe gerät dann ins Hintertreffen, wenn sie nur 0,5 Prozent Rendite bietet. Ihr Kurs fällt dann so lange, bis sich ihre Rendite ebenfalls bei 1,0 Prozent einpendelt. Kurse und Renditen verhalten sich bei Anleihen also gegenläufig. Ähnlich wie bei Aktien, bei denen die Dividendenrenditen ebenfalls steigen, wenn die Aktienkurse fallen.

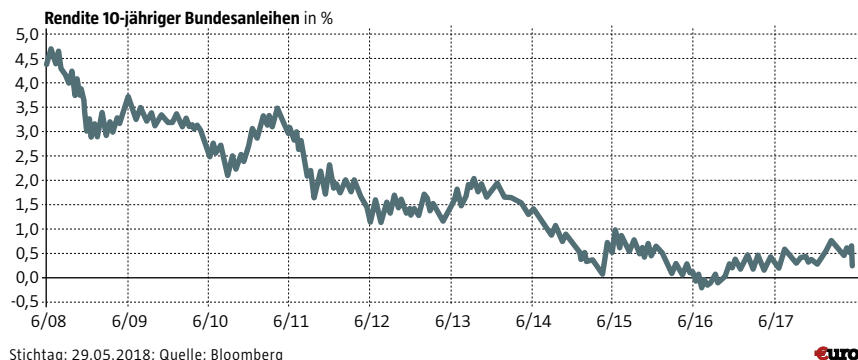
Die Duration managen. Dazu kommt bei Anleihen der Faktor Zeit: Bei einem Jahr Restlaufzeit fällt der Renditenachteil von 0,5 gegenüber 1,0 Prozent nicht lange ins Gewicht. Bei zehn Jahren wäre dies jedoch gravierender. Daher verlieren Anleihen mit längeren Restlaufzeiten stärker, wenn die Renditen am Bondmarkt steigen.

Anleger können das Risiko der Restlaufzeit anhand der sogenannten Duration erkennen. Sie ist eine Kennziffer, die eng mit der Restlaufzeit verknüpft ist. Hier gilt: je länger die Restlaufzeit, desto länger die Duration. Der Vorteil der Duration: Mit ihr können Anleger errechnen, wie Anleihen auf steigende →

Risikoreich Euro-Staatsanleihen mit 16 Jahren Duration schnitten in den vergangenen Jahren klar besser ab als vergleichbare Papiere mit kürzerer Duration. Der Nachteil: Je länger die Duration der Anleihen ist, umso stärker schwanken ihre Kurse – verbunden mit zwischenzeitlich hohen Verlusten.



Renditearm Bei zehnjährigen Bundesanleihen konnten Anleger vor zehn Jahren noch eine jährliche Rendite von über vier Prozent einstreichen. Mittlerweile sind die Renditen unter ein Prozent gefallen. Das Problem: Steigen die Bondrenditen wieder, drohen bei zehnjährigen „Bunds“ starke Kursverluste



oder fallende Renditen reagieren. Beim Allianz Euro Rentenfonds besagt die Duration von 7,8 Jahren etwa, dass dessen Kurs um 7,8 Prozent fallen wird, wenn sich das Renditeniveau am Markt um einen Prozentpunkt erhöht.

Der RenditDeka hat dagegen eine kürzere Duration. Steigt das Renditeniveau um einen Prozentpunkt, fielen nur Verluste von 4,8 Prozent an. Diese Logik gilt auch andersherum, falls die Renditen fallen und die Bondkurse steigen – ein Szenario, das seit den 1980er-Jahren für einen Bullenmarkt am Rentenmarkt sorgte.

Für die Manager von Rentenfonds ist die Duration daher eine wichtige Stellenschraube – genauso wichtig wie die Bonität oder die Rendite der Anleihen. „Falls die Zinsen steigen, würden wir die Duration im Portfolio verkürzen“, sagt Allianz-Manager Dahlhoff. Auf diese Weise kann er mögliche Kursverluste begrenzen. Uwe Maderer hat die Duration beim RenditDeka bereits verkürzt. Beim DWS Euroland Strategie Renten könnte Manager Eichmann die Duration sogar auf minus zwei Jahre senken. Wenn die Bondkurse fallen, könnte er dann Kursgewinne erzielen.

Renten-ETFs bilden einen Index ab und können ihre Duration deshalb nicht anpassen. Hier müssen sich die Anleger schon beim Kauf für eine passende Duration entscheiden. Wer hier eine klare Meinung hat, stößt auf ein großes Angebot. Für die Eurozone bieten ETF-Häuser wie Comstage, Deka, iShares, Lyxor oder Xtrackers jeweils Renten-ETFs mit Restlaufzeiten von 1–3, 3–5, 5–7, 7–10 und 15–30 Jahren an. Die entsprechende Duration findet sich auf den jeweiligen Factsheets der Produkte.

Hier gilt für Anleger: Wer mit steigenden Renditen rechnet, sollte auf kurze Laufzeiten setzen. Beim Deka EuroGov Germany 1-3 ETF, der kurz laufende Bundesanleihen hält, würden dann kaum Verluste anfallen. Wer dagegen mit fallenden Renditen rechnet, sollte auf Langläufer setzen. Beim iShares € Gov. Bond 15-30yr ETF für Euro-Staatsanleihen winken dann besonders hohe Kursgewinne. Für Anleger ohne feste Zinsmeinung sind Renten-ETFs mit mittleren Laufzeiten von 3–5 oder 5–7 Jahren ein guter Mittelweg, weil die Verlustrisiken dann überschaubar bleiben und man sich die Chance auf Kursgewinne nicht verbaut.

Unterschiedliche Strategien. Abseits der Duration agieren die Fondsmanager derzeit mal vorsichtiger und mal mutiger. Deka-Manager Maderer verfährt nach dem Motto: „Kapitalerhalt hat dieses Jahr oberste Priorität.“ Beim RenditDeka hat er Staatsanleihen aus Deutschland, Luxemburg und den Niederlanden gegenüber sogenannten Peripherieländern wie Italien, Portugal und Spanien übergewichtet.

Oliver Eichmann hält beim DWS Euroland Strategie Renten dagegen recht viele Anleihen aus Italien, Portugal und Spanien mit kürzeren bis mittleren Restlaufzeiten. Er glaubt nicht, dass sie in Kürze den Euroraum verlassen müssen, und verweist darauf, dass sich ihre wirtschaftliche Situation zuletzt deutlich verbessert habe. Zudem mischt er Pfandbriefe und Unternehmensanleihen bei und punktuell auch Emerging-Markets-


und High-Yield-Bonds. Unternehmensanleihen und High-Yield-Bonds haben im Schnitt eine kürzere Restlaufzeit als Staatsanleihen. Deshalb hat die Duration für die jeweiligen Fondsmanager keine überragende Bedeutung. Sie müssen vielmehr einschätzen, ob Anleger für das höhere Ausfallrisiko dieser Titel angemessen entschädigt werden. Der Vorteil: Weil Firmenbonds risikoreicher als Staatsanleihen sind, bieten sie Anlegern höhere Gesamterträge.

Das zeigt sich beim Zantke Euro Corporate Bonds AMI und beim Zantke Euro High Yield AMI. Mit beiden Fonds konnten Anleger in der Vergangenheit höhere Zuwächse erzielen als mit Rentenfonds vergleichbarer Duration, die vornehm-

lich auf Staatsanleihen setzen. Manager Dietmar Zantke agiert bei seinen Fonds dennoch vorsichtig. „Wir kaufen keine Banken und keine Titel aus der Peripherie“, sagt der Stuttgarter Vermögensverwalter. Dort müsse man sich zu sehr auf die Politik der Notenbank und der Regierungen verlassen, was ihm widerstrebt. Zudem kauft er nur Titel, die er klar bewerten kann. „Das ist bei Banken nicht der Fall“, erklärt er und fügt an: „Wir bevorzugen Industriefinanzen, die wir bewerten können und die auch schwierige Zeiten überstehen werden.“

Firmenbonds hält er angesichts teurer Bundesanleihen und teils hoch bewerteter Aktien weiterhin für attraktiv. Auch wenn man damit nicht mehr so viel

verdienen könne wie in den vergangenen zehn Jahren, wie er einräumt. Auch Manager, die stärker auf Staatsanleihen setzen, bleiben vergleichsweise optimistisch. „Mit Eurozonen-Anleihen lässt sich weiterhin Geld verdienen“, betont Alexander Schubert von Union Investment. Und DWS-Manager Eichmann sagt: „Auch bei diesem Renditeniveau gehören Anleihen zu einem gut gestreuten Portfolio.“

Ein Trost bleibt Anlegern auf mittlere Sicht ohnehin: Sobald die Zinsen ihr Hoch erreicht haben, enden die Kursverluste, und in die Fonds und ETFs kommen automatisch wieder Titel mit höheren Renditen. Egal, was Mario Draghi oder Jerome Powell sagen. 

Faktor Duration Wenn die Rendite bei Anleihen um einen Prozentpunkt steigt, dürfte der BGF Euro Bond mit 6,4 Jahren Duration 6,4 Prozent verlieren. Beim BGF Euro Short Duration mit kürzerer Duration wären es dann nur 1,7 Prozent

| Name | ISIN | Duration in Jahren | Max. Verlust in % innerhalb von 3 Jahren | Wertentwicklung in % | | | Fonds-Note | Volumen in Mio. € | Laufende Kosten in % | Länder ¹ |
|--|--------------|--------------------|--|----------------------|------|------|------------|-------------------|----------------------|--------------------------------------|
| Staatsanleihen | | | | | | | | | | |
| iShares € Gov. Bond 15-30yr ETF ² | IE00B1FZS913 | 16,0 | -15,3 | 2,5 | 12,1 | 44,2 | 3 | 360,6 | 0,20 | 28 % IT, 26 % FR, 26 % DE |
| Allianz Euro Rentenfonds A € ² | DE0008475047 | 7,8 | -6,3 | 0,0 | 4,3 | 17,2 | 4 | 1438,0 | 0,80 | 27 % IT, 18 % FR, 18 % ES |
| iShares Core Euro Gov. Bond ETF ² | IE00B4WXJJ64 | 7,6 | -5,9 | 0,4 | 5,6 | 19,2 | 3 | 1534,4 | 0,20 | 24 % FR, 24 % IT, 16 % DE |
| Schroder Euro Gov. Bond A ² | LU0053903893 | 7,4 | -5,7 | 0,2 | 5,4 | 17,7 | 3 | 807,0 | 0,61 | 30 % IT, 18 % ES, 17 % FR |
| Xtrackers Eurozone Yield Plus ETF ³ | LU0524480265 | 7,0 | -6,9 | -0,9 | 5,2 | 24,1 | 3 | 1168,5 | 0,15 | 57 % IT, 32 % ES, 5 % PT |
| iShares eb.rexx Gov. Ger. ETF ² | DE0006289465 | 5,1 | -3,3 | -0,5 | 3,2 | 7,8 | 3 | 244,2 | 0,16 | 100 % DE |
| Lyxor € HR Macro-W. 3-5Y ETF ³ | FR0011146349 | 3,9 | -2,2 | -0,6 | 1,5 | 5,1 | 2 | 129,0 | 0,17 | 52 % DE, 29 % FR, 11 % NL |
| Deka EuroGov Germany 1-3 ETF ² | DE000ETFL185 | 1,7 | -1,6 | -0,8 | -1,1 | -0,7 | 5 | 415,7 | 0,15 | 100 % DE |
| Staats- und Unternehmensanleihen | | | | | | | | | | |
| AXA WF EURO 10+LT A ³ | LU0251661087 | 14,5 | -12,6 | 1,1 | 9,3 | 37,0 | 3 | 31,2 | 0,74 | 28 % FR, 22 % IT, 17 % ES |
| iShares Euro Aggregate Bond ETF ² | IE00B3DKXQ41 | 6,8 | -4,6 | 0,3 | 5,2 | 16,6 | 3 | 1576,7 | 0,25 | 22 % FR, 17 % DE, 16 % IT |
| BGF Euro Bond A2 € ³ | LU0050372472 | 6,4 | -3,9 | 0,6 | 5,7 | 19,2 | 3 | 4825,6 | 0,97 | 14 % FR, 11 % ES, 10 % IT |
| RenditDeka CF ² | DE0008474537 | 4,8 | -3,0 | 0,6 | 7,0 | 16,5 | 2 | 748,3 | 0,88 | 17 % DE, 14 % FR, 11 % IT |
| UniEuroRenta ² | DE0008491069 | 4,6 | -3,4 | -1,0 | 0,6 | 6,6 | 3 | 6277,0 | 0,73 | 28 % DE, 17 % IT, 10 % FR |
| DWS Euroland Strategie Renten ² | DE0008474032 | 2,2 | -3,7 | -1,3 | -0,6 | 3,0 | 3 | 648,6 | 0,70 | 28 % IT, 14 % DE, 14 % ES |
| BGF Euro Short Duration Bond ³ | LU0093503810 | 1,7 | -1,0 | -0,5 | 0,2 | 4,8 | 2 | 12457,3 | 0,89 | 17 % ES, 13 % FR, 10 % UK, 10 % IT |
| Carmignac Sécurité A ³ | FR0010149120 | 0,2 | -1,9 | -0,7 | 1,4 | 6,0 | 1 | 13399,0 | 0,98 | 81 % Industrie-, 7 % Schwellenländer |
| Unternehmensanleihen | | | | | | | | | | |
| Zantke Euro Corporate Bonds AMI P ² | DE000A0Q8HP2 | 5,4 | -6,1 | 0,2 | 9,2 | 18,2 | 2 | 203,8 | 1,04 | 19 % USA, 14 % DE, 13 % FR |
| iShares Core € Corporate Bond ETF ² | IE00B3F81R35 | 5,3 | -2,7 | 0,4 | 6,7 | 15,6 | 2 | 7707,7 | 0,20 | 20 % FR, 19 % USA, 13 % DE |
| Deutsche Inv. I Euro Corp. Bonds LC ³ | LU0300357554 | 5,3 | -3,0 | 0,6 | 6,6 | 17,4 | 3 | 1950,1 | 0,98 | 18 % USA, 15 % FR, 12 % UK |
| AXA € Credit Short Duration A ³ | LU0251661756 | 1,8 | -1,1 | -0,7 | -0,1 | 3,1 | 3 | 3534,5 | 0,79 | 17 % FR, 17 % USA, 14 % IT |
| High-Yield-Bonds | | | | | | | | | | |
| Zantke Euro High Yield AMI P ² | DE000A0YAX56 | 3,9 | -6,7 | 0,3 | 11,4 | 27,2 | 2 | 122,9 | 1,26 | 19 % USA, 16 % DE, 13 % LU |
| SPDR Bar. Euro High Yield ETF ² | IE00B6YX5M31 | 3,8 | -6,0 | 1,3 | 11,0 | 25,7 | 2 | 477,0 | 0,40 | 17 % IT, 15 % FR, 15 % USA |
| AB Short Duration High Yield €-hdg ³ | LU0654560878 | 3,0 | -6,4 | -1,6 | 2,9 | 8,8 | 3 | 1172,7 | 1,31 | 74 % USA, 18 % Europa |
| M&G Gl. Floating HY €-hdg ³ | GB00BMP3SF82 | 0,5 | -5,2 | -0,3 | 5,8 | - | - | 4125,1 | 0,88 | 100 % USA |

Stichtag: 06.06.2018; ¹Länderkürzel: DE = Deutschland, ES = Spanien, FR = Frankreich, IT = Italien, LU = Luxemburg, UK = United Kingdom/Großbritannien; ²ausschüttend; ³thesaurierend; Quelle: Anbieter, Euro, Mountain View Data GmbH