

Renditechancen – gewusst wo

Anlegern außerhalb der USA fällt es angesichts extrem niedriger Renditen an ihren heimischen Anleihemärkten schwer, ihre Anlageziele zu erreichen. Dies gilt vor allem für europäische und japanische Investoren. Für sie lohnt der Blick auf US-amerikanische Municipals beziehungsweise Kommunalanleihen. Neben einer recht hohen Rendite – dank ihrer guten Kreditqualität – bietet die Assetklasse auch eine geringe historische Ausfallwahrscheinlichkeit und Diversifikationspotenzial.

Rendite und Kreditqualität

Anleger außerhalb der USA können mit US Municipal Bonds attraktive Renditen erzielen. Zum Vergleich: Die Rendite des Bloomberg Barclays Global Treasury Switzerland Index lag Mitte Februar 2018 lediglich bei 0,04 Prozent, die Rendite des Global Treasury Germany Index betrug 0,26 Prozent und die des Global Treasury Japan Index 0,14 Prozent. Die Yield to Worst des US Tax-Exempt Municipal Index lag mit 2,62 Prozent rund 250 Basispunkte darüber. Zudem boten steuerbefreite Municipals mit A-Rating eine Rendite von 2,83 Prozent und Papiere mit BBB-Rating bereits 3,53 Prozent, sodass sich schon mit einer etwas geringeren Kreditqualität ein deutliches Renditeplus erzielen lässt.¹⁾

Dabei hatten Municipals mit schlechteren Ratings in der Vergangenheit kein übermäßiges Ausfallrisiko. Ausfälle sind bei Municipals um ein Vielfaches seltener als bei internationalen Unternehmensanleihen derselben Ratingklasse (in diesem Fall BBB). Laut Moody's beträgt die durchschnittliche kumulierte Zehnjah-

res-Ausfallquote von Municipals mit Baa-Rating nur 0,40 Prozent, gegenüber 3,93 Prozent bei internationalen Unternehmensanleihen mit Baa-Rating.²⁾

Weiter steigern lässt sich die Rendite durch den Kauf der immer zahlreicheren steuerpflichtigen Municipals. Solche Papiere mit A- und BBB-Rating boten Mitte Februar 2018 eine Rendite von 4,05 Prozent beziehungsweise 5,11 Prozent (Yield to Worst). Zum Vergleich: Die Renditen von US-Unternehmensanleihen mit A- und Baa-Rating betragen nur 3,41 Prozent beziehungsweise 3,87 Prozent. Mit steuerpflichtigen Municipals lassen sich also höhere Renditen erzielen als mit Unternehmensanleihen vergleichbarer Bonität, wobei in der Vergangenheit auch die Ausfallquoten recht niedrig waren. Allerdings beziehen sich diese Angaben auf die Indexrenditen, und außerdem haben die Indizes nicht die gleiche Duration. So reagiert der Index für steuerpflichtige Municipals sensibler auf Zinsänderungen

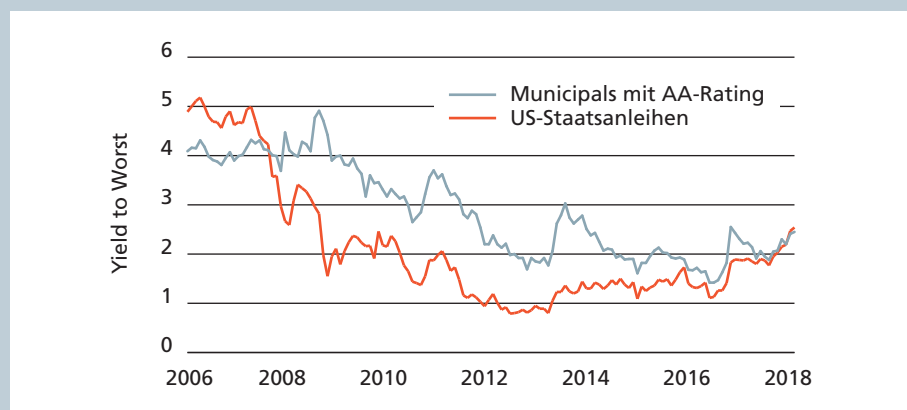
als die Indizes für steuerbefreite Municipals und US-Unternehmensanleihen.

Diversifikation

Municipals eignen sich auch zur Diversifikation, da sich ihre Korrelation mit bestimmten internationalen Wertpapieren (wie europäischen Staatsanleihen) in Grenzen hält. So betrug die monatliche Korrelation zwischen dem deutschen Staatsanleihenindex und dem US Tax-Exempt Municipal Bond Index von Januar 1999 bis Dezember 2017 nur 0,44.

Zudem lassen sich verschiedene Arten von Municipals zu einem diversifizierten Wertpapierpaket zusammenfassen. Steuerpflichtige und steuerbefreite Municipals entwickeln sich gewöhnlich nicht genau parallel, sodass eine Kombination beider Wertpapierarten der Diversifikation dient. Konkret lag die monatliche Korrelation zwischen den Gesamtrendi-

Abbildung 1: Renditen (Yield to Worst) von Municipals mit AA-Rating und US-Staatsanleihen (in Prozent)



Quelle: Bloomberg Barclays Point, 31. März 2006 bis 12. Februar 2018



Foto: MFS



Lars Detlefs

CEFA, Geschäftsführer Deutschland, MFS Investment Management, Frankfurt am Main



Foto: MFS



Geoffrey L. Schechter

CFA, CPA, Fixed Income Portfolio Manager, MFS Investment Management, Boston

Auf der Suche nach geeigneten Assetklassen für ihre Portfolios haben die institutionellen Investoren längst eine globale Ausrichtung und zeigen sich zunehmend offen für neue Produkte und neue Länder. Die Autoren lenken den Blick auf US-amerikanische Municipals und diskutieren die Eignung unter den Gesichtspunkten Rendite-, Qualität- und Diversifikation. Ungeachtet negativer Schlagzeilen über den Teilmarkt Puerto Rico halten sie solche Kommunalanleihen etwa gegenüber US-Unternehmensanleihen für durchaus konkurrenzfähig, verweisen aber auf die möglichen Risiken beziehungsweise Kosten einer Währungsabsicherung. (Red.)

ten der Bloomberg-Barclays-Indizes für steuerpflichtige und steuerbefreite Municipals von Januar 1999 bis Dezember

2017 bei 0,57. Ein Wert unter 1 bedeutet, dass eine gleichzeitige Anlage in steuerbefreite und steuerpflichtige Municipals für Diversifikationsvorteile sorgt. So konnten Anleger Mitte Februar 2018 sowohl mit steuerbefreiten Municipals mit BBB-Rating als auch mit steuerpflichtigen Municipals mit AA-Rating 3,5 Prozent Rendite erzielen. Dabei waren beide Wertpapierarten in der Vergangenheit selten von Ausfällen betroffen.

Duration und Einfluss steigender Zinsen

Als Assetklasse können Municipals auch für Anleger wie Versicherungen attraktiv sein, da sie eine recht lange Duration und hohe Qualität haben und sich daher zur Absicherung künftiger Versicherungsansprüche eignen. Insbesondere der Index für steuerpflichtige Municipals gehört zu den US-Indizes mit der längsten Duration. Sie ist höher als die der Indizes für US-Staatsanleihen und US-Unternehmensanleihen und bietet damit Versicherungen mit langen Vertragslaufzeiten, Pensionsfonds und anderen Langfristinvestoren Schutz vor den Risiken künftiger Zahlungsverpflichtungen.

Von Mitte 2013 bis Februar 2018 ist die Rendite des US-Staatsanleihenindex allmählich von 1 Prozent auf über 2,5 Prozent gestiegen. Dies wirft die Frage auf, wie stark US-amerikanische Municipals unter einer Fortsetzung dieses Trends leiden würden. Die Erfahrungen der vergange-

nen Jahre zeigen, dass die Renditen von Municipals mit guter Kreditqualität trotz steigender US-Staatsanleihenrenditen recht stabil geblieben sind.

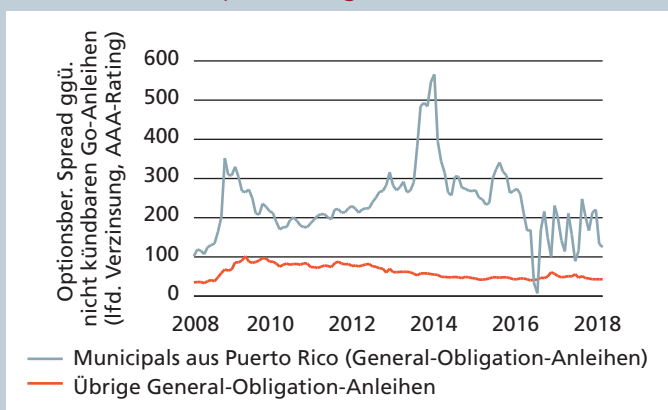
Dies lässt darauf schließen, dass steigende Renditen zumindest kurzfristig keine Gefahr sind (Abbildung 1). Während die Rendite des US-Staatsanleihenindex seit Mitte 2013 um mehr als 1,5 Prozentpunkte zugelegt hat, verzeichnen steuerbefreite US-Municipals mit AA-Rating in diesem Zeitraum eine stabilere Yield to Worst von lediglich 2 Prozent bis 2,5 Prozent.

Blick nach Puerto Rico

Wer sich für Municipals als Assetklasse interessiert, wird mitunter durch negative Schlagzeilen irritiert. Dazu gehören auch die jüngsten Nachrichten über Puerto Rico. Die finanzielle Notlage des US-Außengebiets hat die Spreads puerto-ricanischer Municipals steigen lassen. Insgesamt ist die Assetklasse hiervon aber weitgehend unberührt geblieben. Abbildung 2 zeigt die Entwicklung der Spreads puerto-ricanischer Papiere und der übrigen Indexwerte. Man sieht, dass es keine Dominoeffekte gibt. Die Volatilität der puerto-ricanischen Spreads hat sich nicht auf den gesamten Index übertragen (Abbildung 2).

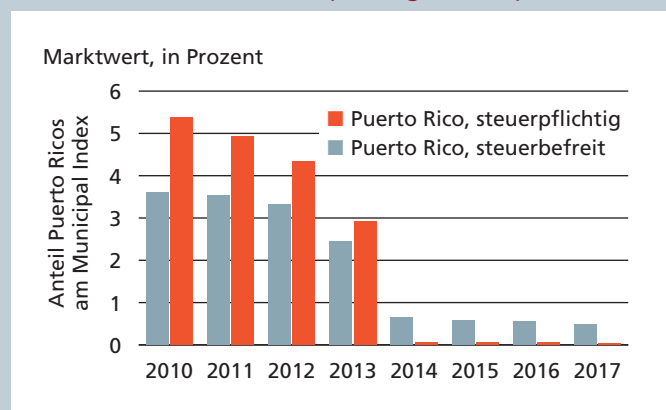
Aufgrund von Herabstufungen und Kursverlusten betrug der Anteil Puerto Ricos am Bloomberg Barclays Municipal Index Ende 2017 nur noch 0,48 Prozent, wovon

Abbildung 2: Spreads puerto-ricanischer und anderer Municipals im Vergleich



Quelle: Bloomberg Barclays Point, 1. Januar 2008 bis 28. Februar 2018

Abbildung 3: Anteil Puerto Ricos an den Indizes für steuerbefreite und steuerpflichtige Municipals



Quelle: Bloomberg Barclays Point, Jahresendwerte für 2010 bis 2017

nur 0,03 Prozent auf unversicherte Papiere entfielen (jeweils gemessen am Marktwert). Eine ähnliche Entwicklung war auch bei steuerpflichtigen Municipals zu beobachten. Zum Vergleich: Am 31. Dezember 2013 waren puerto-ricanische Anleihen im Municipal State General Obligation Index und im umfassenderen Municipal Index (beide für steuerbefreite Papiere) noch mit 3,4 Prozent beziehungsweise 2,5 Prozent und im Taxable Municipal Index (steuerpflichtige Papiere) mit 2,9 Prozent gewichtet (siehe Abbildung 3).

Die einfache Nachbildung eines der Indizes hätte zu einem beachtlichen Engagement in Wertpapieren geführt, die anschließend um mehrere Stufen bis auf Ramschniveau herabgestuft wurden und entsprechende Verluste verzeichneten. Ein aktiver Manager, der dank seiner Researchplattform zwischen guten und schlechten Papieren differenzieren kann und über die nötigen Mittel verfügt, um komplexe Bonitätsverhältnisse wie im Falle Puerto Ricos zu analysieren, kann daher höhere Erträge erzielen.

Währungseffekte

Anleger außerhalb der USA müssen bei US-amerikanischen Wertpapieren natürlich auch die Währungseffekte berücksichtigen. So attraktiv die Renditevorteile gegenüber schweizerischen, deutschen oder japanischen Staatsanleihen auch scheinen: Bei einer Absicherung des Währungsrisikos gegenüber dem US-Dollar sind auch die damit verbundenen Kosten zu berücksichtigen. Dennoch können US Municipal Bonds dank ihrer Rendite-, Qualitäts- und Diversifikationsvorteile eine sinnvolle Anlage sein. Besonders in der aktuellen Niedrigzinsphase lohnt es sich, diese Assetklasse im Blick zu haben. Ein umsichtiges aktives Management kann entscheidend zum Anlageerfolg beitragen.

Fußnoten

1) Quelle: Bloomberg-Barclays-Indizes, Stand 12. Februar 2018, POINT © 2018 Barclays Capital Inc. Nutzung mit Genehmigung. Barclays und POINT sind eingetragene Marken der Firma Barclays Capital Inc. oder ihrer Konzerngesellschaften.

2) Quelle: Moody's Annual Historical Default Study, www.researchpool.com/, Abbildung 23, Seite 23.

SAVE THE DATE



Zeitschrift für das gesamte
KREDITWESEN

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse

LÄDT EIN ZUR 64. KREDITPOLITISCHEN TAGUNG

am Freitag, dem 9. November 2018.

Helaba Landesbank
Hessen-Thüringen Girozentrale
Neue Mainzer Straße 52–58
Frankfurt am Main



Verlag Fritz Knapp GmbH

Sandra Gajewski

Postfach 70 03 62 | 60553 Frankfurt am Main

Telefon 069/97 08 33 - 20 | Telefax 069/7 07 84 00

E-Mail tagungen@kreditwesen.de |

Internet www.kreditwesen.de/veranstaltungen