

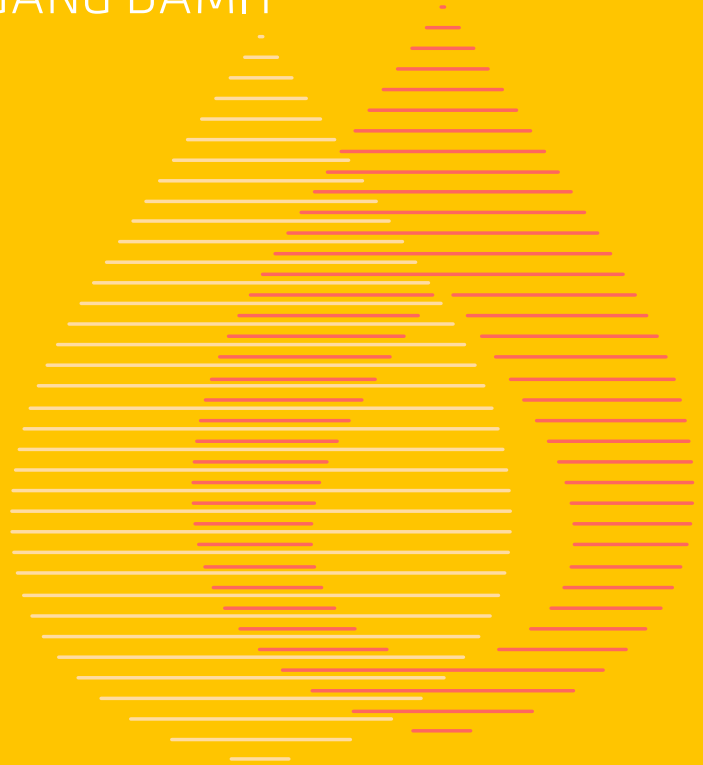


# SPIEL MIT DEM FEUER

DIE ANLEIHEN-LIQUIDITÄTSKRISE  
UND DER RICHTIGE UMGANG DAMIT

**Douglas Peebles**  
Head of Fixed Income

**Ashish Shah**  
Head of Global Credit

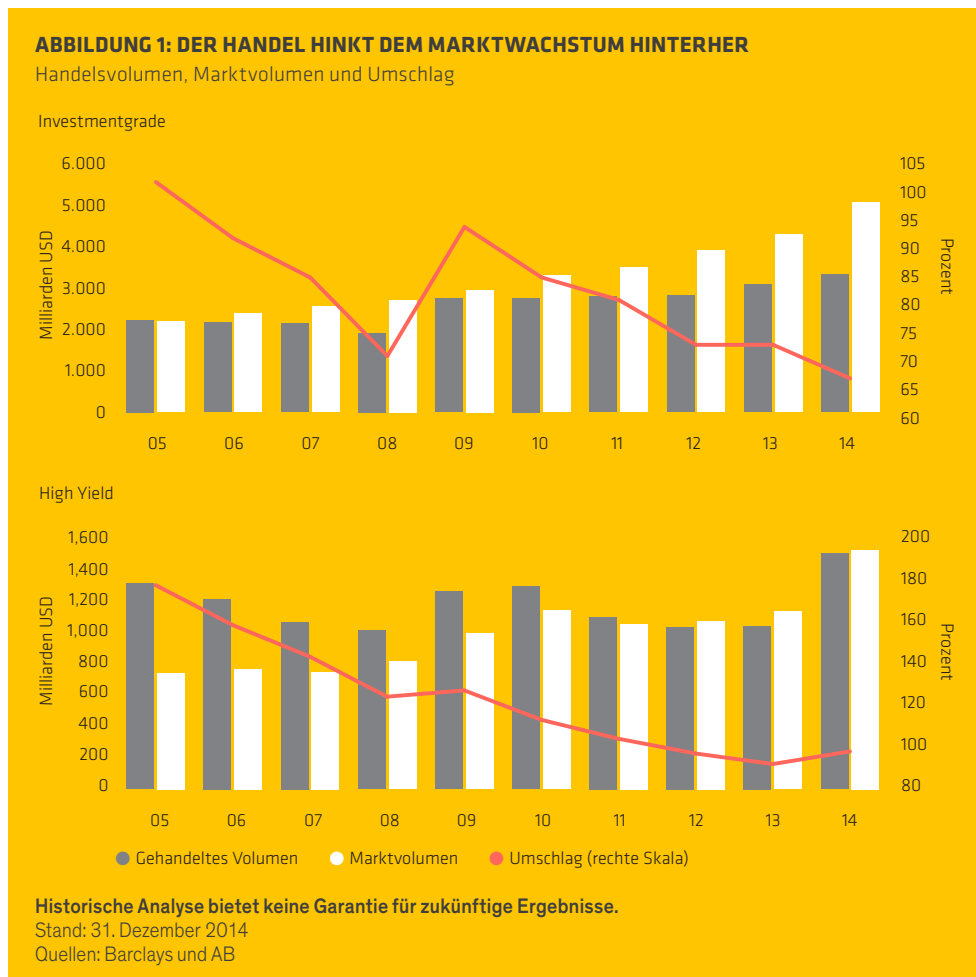


**INHALT DIESES WHITEPAPERS:** Anleiheinvestoren sind es gewohnt, Zinsänderungsrisiken und Kreditrisiken zu managen. In diesen Tagen verbringen sie allerdings viel Zeit damit, sich Gedanken über Liquiditätsrisiken zu machen. Für ihre Besorgnis gibt es gute Gründe: Die Liquidität des globalen Anleihemarktes trocknet aus–und das zu einer Zeit, in der viele Investoren besonders auf sie angewiesen sind. Allerdings können Anleger die vergleichsweise geringe Liquidität durchaus auch zu ihrem Vorteil nutzen. In diesem Paper erklären wir, was hinter den Liquiditätsproblemen steckt und was Investoren unternehmen können, um sich dagegen zu schützen–und möglicherweise davon zu profitieren.

# DIE LIQUIDITÄTSKRISE UND DER RICHTIGE UMGANG DAMIT

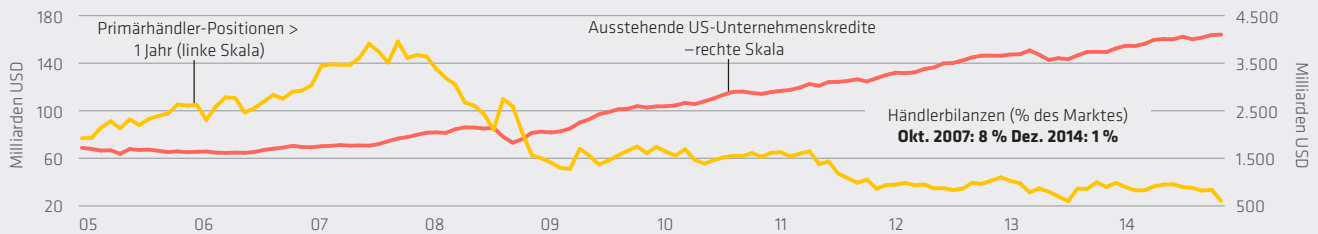
Professionelle Anleiheinvestoren sind eher düstere Gesellen. Selbst in den besten Zeiten finden sie problemlos ein Dutzend Dinge, um die sie sich sorgen können. Wenn Sie allerdings fragen, was sie momentan um den Schlaf bringt, werden Sie nur eine einzige Antwort erhalten: Liquidität.

Was entzieht dem Markt die Liquidität? Die meisten Investoren machen Veränderungen im globalen regulatorischen Umfeld für die Malaise verantwortlich. Neue Regeln, die entwickelt wurden, um Banken sicherer zu machen, haben die Institute zugleich auch risikoscheuer gemacht. Als Folge daraus treten sie nun nicht mehr im großen Stil als Käufer und Verkäufer von Unternehmensanleihen auf. Dies hat es für Investoren schwieriger gemacht, große Anleihepositionen zu handeln. Und es führt dazu, dass sich Anleger davor fürchten, große Verluste zu erleiden, wenn sie Assets plötzlich abstoßen müssen.



## ABBILDUNG 2: REGULIERUNG SCHRÄNKT DIE FÄHIGKEIT ZUM HANDELN EIN

Marktwachstum im Vergleich zu Händlerbilanzen



Historische Analyse bietet keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

Stand: 31. Dezember 2014

Quellen: Barclays, Bloomberg, Haver Analytics, Investment Company Institute, US Federal Reserve Board und AB

Wir stimmen zu: Niedrige Liquidität ist ein Risiko. Aber wir denken, dass die meisten Investoren die damit verbundenen Gefahren sogar unterschätzen, weil sie sich auf die Regulierung konzentrieren. Neue regulatorische Vorschriften haben zwar zu dem Problem beigetragen, es gibt allerdings eine Reihe von weniger offensichtlichen Ursachen, die das Potenzial haben, die Liquiditätskrise noch deutlich zu verschärfen.

Einige davon sind zurückzuführen auf die Politik der globalen Zentralbanken (siehe „Zentralbankliquidität“, Seite 3): Die Politik des leichten Geldes hat die Renditen von Staatsanleihen auf Rekordtiefs getrieben und renditehungrige kleine Investoren in Massen in die gleichen Positionen gezwungen. Ein weiterer Treiber ist die Vorsicht großer institutioneller Investoren, die zunehmend weniger gewillt sind, die Anleihemärkte langfristig zu betrachten und kurzfristige Marktvolatilität auszuhalten.

Während regulatorische Veränderungen das Angebot an Liquidität reduziert haben, führten die oben genannten Trends dazu, dass die potenzielle Nachfrage nach Liquidität drastisch gestiegen ist. Es ist unwahrscheinlich, dass eine dieser Entwicklungen allein eine große Finanzmarktkrise auslöst. Zusammengenommen bergen sie jedoch eine Menge Zündstoff. Und der nächste Schock, der die Märkte trifft und alle Investoren veranlasst zu verkaufen, könnte der Funke sein, der alles in Brand setzt. Angesichts der steigenden Volatilität der Anleihemärkte können Investoren es sich nicht erlauben, dieses Risiko auf die leichte Schulter zu nehmen.

Glücklicherweise gibt es Wege, mit dem Liquiditätsrisiko umzugehen. Investoren, die sich dabei geschickt anstellen, könnten sogar Schnäppchen in weniger liquiden Marktsegmenten finden—insbesondere, wenn sie über große Bilanzen und lange Anlagehorizonte verfügen. Im Folgenden erfahren sie, was sie tun können, um ihre Portfolios zu schützen. Zudem werfen wir einen Blick darauf, was Anleger von ihrem Asset Manager erwarten

dürfen. Schließlich sind Manager, die nicht in der Lage sind, das große Ganze zu betrachten, wenn es um Liquidität geht, vermutlich auch nicht in der Lage, ihre Kunden davor zu schützen, in eine Liquiditätsfalle zu tappen.

Aber lassen Sie uns zunächst einen genaueren Blick auf die Faktoren werfen, die dem System unserer Ansicht nach die Liquidität entzieht.

### REGULIERUNG: DIE WALL STREET ZIEHT SICH ZURÜCK

Wer seinen Lebensunterhalt mit dem Kauf und Verkauf von Anleihen verdient, dürfte bemerkt haben: Es ist nicht mehr so leicht, wie es einmal war. Das liegt nicht daran, dass der globale Anleihemarkt schrumpft. Im Gegenteil: Der Markt wächst. Dank der niedrigen Zinsen haben Unternehmen reichlich Kredit in Anspruch genommen. Und die Investoren stehen immer noch Schlange, um Unternehmen neues Geld zu leihen.

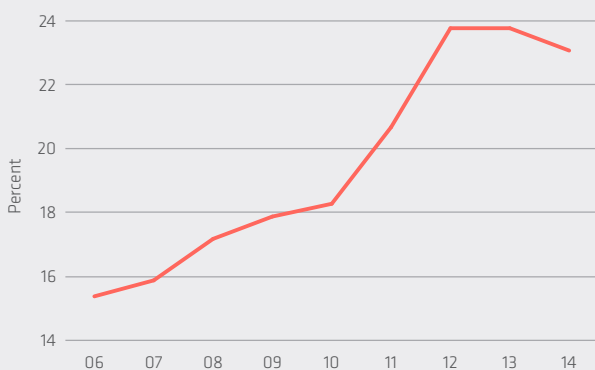
Die Probleme beginnen nach der Emission neuer Anleihen. Im Verlauf der vergangenen Jahre ist es Anlegern zunehmend schwerer gefallen, Anleihen in großen Blöcken zu handeln, ohne dabei große Auswirkungen auf die Kurse hinnehmen zu müssen. Anders ausgedrückt: Der Handel auf dem Sekundärmarkt, wo Anleihen den Besitzer wechseln, nachdem sie emittiert wurden, hat mit dem Wachstum des Gesamtmarktes nicht Schritt gehalten (siehe Abbildung 1 auf der vorigen Seite).

An diesem Punkt wird auch die striktere Bankenregulierung relevant. In der Vergangenheit, hielten Banken Anleihen in großen Mengen in ihren Büchern und handelten die Papiere regelmäßig. Damit machten sie Gewinne für sich selbst und einen Markt für andere Investoren. Kursschwankungen wurden dadurch im Zaum gehalten. Besonders wertvoll war dies in schwierigen Zeiten, denn Anleger konnten darauf zählen, dass Banken die Rolle des willigen Käufers spielten, wenn alle anderen verkaufen wollten.

## Wenn alle auf einmal verkaufen wollen, könnten die Kurse sehr schnell sehr stark fallen.

### ABBILDUNG 3: PRIVATANLEGER HABEN IHR ENGAGEMENT IN HOCHZINSANLEIHEN AUSGEBAUT

Anteil der von US-Hochzinsanleihen-Fonds verwaltete Mitteln am Gesamtmarkt



Historische Analyse bietet keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

Stand: 31. Dezember 2014

Quellen: JP Morgan, Lipper und AB

Als im Jahr 2008 die globale Finanzkrise ausbrach, benötigten Banken, die stark in Mortgage-Backed Securities (mit Hypotheken besicherte Wertpapiere) und andere gehebelte Assets investiert hatten, staatliche Hilfe, um zu überleben. Die Rettungsaktionen hatten einen Preis: neue Regeln, deren Ziel es war, Banken davon abzuhalten, Risiken einzugehen und sie somit sicherer zu machen.

Daten legen nahe, dass die neuen regulatorischen Vorschriften die Effektivität von Banken in ihrer Rolle als Market Maker beeinträchtigt haben. Während der Markt für Unternehmensanleihen heute etwa doppelt so groß ist wie 2007, haben die Banken sich hastig aus dem Anleihehandel zurückgezogen und ihre Bestände um rund 75 Prozent ausgedünnt (siehe *Abbildung 2 auf der vorigen Seite*). Als Folge daraus sind Anleihen anfällig für größere und heftigere Kursschwankungen, weil die Banken nicht mehr da sind, um diese Schwankungen im Zaum zu halten.

Am stärksten betrifft dies den Markt für Unternehmensanleihen. Angesichts von rund 5.000 Emittenten weltweit und einer unüberschaubaren Zahl an Anleihen kann es hier zu einer echten Herausforderung werden, Käufer und Verkäufer zusammenzubringen.

Damit jemand eine bestimmte Unternehmensanleihe kaufen kann, muss jemand gewillt sein, sie zu verkaufen. Hier kamen typischerweise die Banken ins Spiel.

Ähnliche Probleme haben sich auch in größeren und liquideren Staatsanleihemärkten entwickelt. So ist etwa die Handelsaktivität im Markt für US-Staatsanleihen seit der Krise drastisch gesunken. Die Größe des Marktes hat sich im Verlauf der vergangenen Dekade auf 12,5 Billionen US-Dollar verdreifacht. Aber das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen ist von 570 Milliarden US-Dollar auf heute 515 Milliarden US-Dollar gesunken. Das heißt, heute dauert es 24 Tage, bis alle ausstehenden Anleihen rechnerisch einmal gehandelt wurden. Im Jahr 2007 waren es lediglich acht Tage.<sup>1</sup>

Natürlich ist die Regulierung nicht allein verantwortlich für die Situation: Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) besitzt inzwischen US-Staatsanleihen im Wert von 2,5 Billionen US-Dollar—den größten Teil davon hat sie im Rahmen von Ankaufprogrammen angesammelt, deren Ziel es war, die Kreditkosten zu drücken und das Wirtschaftswachstum zu stimulieren.<sup>2</sup> China hält noch einmal 1,2 Billionen US-Dollar. Es nutzt die US-Staatsanleihen, um den Wechselkurs seiner Währung zu kontrollieren.<sup>3</sup>

Um den neuen regulatorischen Anforderungen gerecht zu werden, müssen nun allerdings auch Banken eine größere Menge an US-Staatsanleihen als Sicherheit für ihre Engagements in Credit Default Swaps und anderen Derivaten horten. Dies hat dazu geführt, dass das Angebot an US-Staatsanleihen, die Market Makern zur Verfügung stehen, heute um 1 Billion US-Dollar geringer ist als im Jahr 2007. Dadurch sinkt das Anleihevolumen, das für den täglichen Handel zur Verfügung steht.

Das ist besorgniserregend, denn weniger Liquidität bedeutet mehr Volatilität. Seit 2013 haben deutsche, japanische und US-Staatsanleihen allesamt kurze Episoden ungewöhnlich starker Preisschwankungen durchgemacht. So flohen Investoren während zweier Tage im Oktober in die gefühlte Sicherheit zehnjähriger US-Staatsanleihen. Deren Rendite fiel am 15. Oktober 2014 in wenig mehr als einer Stunde um 31 Basispunkte, und der Kurs stieg um beinahe 2 Prozent—eine unmissverständliche Warnung, dass Liquidität auch in den liquidesten Märkten ein rares Gut sein kann.<sup>4</sup> Weil die Kurse um 2 Prozent stiegen, wirkte das Geschehen eher wie eine Kuriosität als wie ein ernster Grund zur Sorge. Doch wären die Investoren genauso gelassen, wenn die Kurse um 2 Prozent fallen würden?

<sup>1</sup> Quelle: CME Group, J.P. Morgan, US Federal Reserve and AB, 31. Mai 2015

<sup>2</sup> Quelle: US Federal Reserve, 13. August 2015

<sup>3</sup> Quelle: US Treasury International Capital (TIC) System, 31. Mai 2015

<sup>4</sup> Quelle: Bloomberg, 15. Oktober 2014

# ZENTRALBANKLIQUIDITÄT: EINE KURZE GESCHICHTE

Als sich im Jahr 2008 die Liquidität verflüchtigte, traten überall auf der Welt die Zentralbanken auf den Plan. Sie stellten Liquidität bereit, indem sie die Leitzinsen drastisch senkten und schließlich große Mengen von Staatsanleihen aufkauften. Dies waren politische Notfallmaßnahmen zur Anwendung in einer akuten Krise. Sie wurden entwickelt, um das Finanzsystem mit Geld zu fluten, die Marktteilnehmer zum Eingehen von Risiken zu ermutigen und die Wirtschaft wieder ans Laufen zu bekommen (siehe Abbildung, oben rechts). Die Investoren reagierten, wie es die Geldpolitiker sich erhofft hatten—indem sie sich riskanteren Assetklassen zuwendeten, um auskömmliche Renditen zu erzielen.

Fast eine Dekade nach der Krise werden die unkonventionellen Maßnahmen allerdings immer noch angewendet. Und nicht nur das: Sie haben sich zu der wichtigsten Antriebskraft des Finanzmarktes entwickelt. In normalen Zeiten beeinflussen vor allem die Wachstums- oder Inflationsaussichten die Entscheidungen über den Kauf oder Verkauf einer Anlage. Wenn das Wirtschaftswachstum zurückgeht, können Investoren eine Art von Risiko gegen eine andere tauschen—etwa, indem sie Aktien und Hochzinsanleihen verkaufen, die sich in einem solchen Umfeld typischerweise schlecht entwickeln, und stattdessen Staatsanleihen kaufen, die davon typischerweise profitieren.

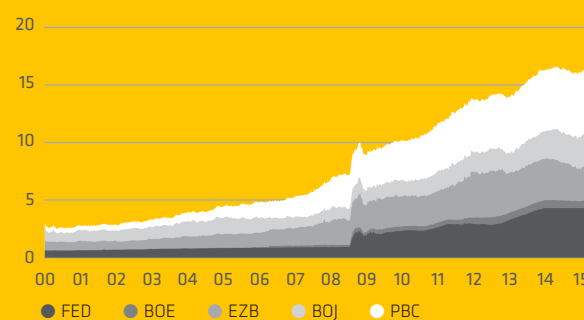
Seit der Krise haben sich allerdings beinahe alle Anlageklassen gut entwickelt, unabhängig von den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Das Wachstum in den wichtigen Volkswirtschaften wie Europa, Japan und bis vor kurzem auch den USA war seit 2008 schwach. In den Schwellenländern hat sich das Wachstum—selbst das Chinas—deutlich verlangsamt. Und dennoch sind die Preise von Vermögenswerten gestiegen. Wie die Abbildung (unten rechts) zeigt, hingen Überrenditen seit der Finanzkrise stärker von der Liquidität ab als vom Wachstumsausblick.

Wenn aber Bullenmärkte stärker durch die von den Zentralbanken bereitgestellte Liquidität getrieben werden als durch Fundamentaldaten, dann folgt daraus, dass dies auch für Bärenmärkte gelten sollte. Tatsächlich haben die Märkte in den vergangenen Jahren eine Reihe von Abverkaufphasen erlebt—man könnte diese Phasen auch Mini-Ausverkäufe nennen—in denen Anleihen, Aktien, Rohstoffe und andere Anlageklassen gleichzeitig Verluste verzeichneten. Keine dieser Episoden hat so lange gedauert oder so viel Schaden angerichtet wie die ebenfalls stark korrelierten Kursverluste des Jahres 2008—zumindest bisher nicht. Dennoch: Das Muster ist beunruhigend.

Ironischerweise tragen ausgerechnet die gut gemeinten geldpolitischen Maßnahmen, die dazu gedacht waren, die Liquidität zu erhöhen, dazu bei, dass die Märkte austrocknen. Die Politik des leichten Geldes ist noch nicht vorbei. Aber da eine Zinserhöhung durch die Fed noch in diesem Jahr wahrscheinlich ist, ist der Anfang vom Ende zumindest in Sicht.

## ZENTRALBANKEN ALS RETTER

Gesamtvermögen wichtiger Zentralbanken (in Billionen US-Dollar)



Historische Analyse bietet keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

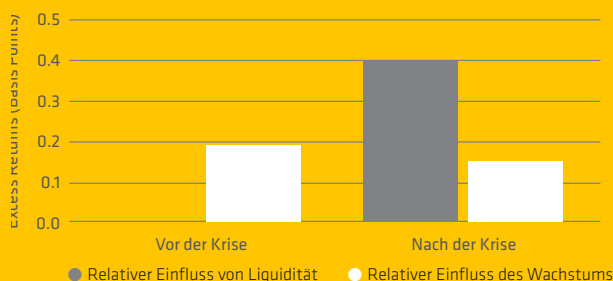
Stand: 4. Juli 2015

FED: US Federal Reserve, BOE: Bank of England, EZB: Europäische Zentralbank, BOJ: Bank of Japan; PBC: Chinesische Volksbank

Quellen: Bloomberg und Halver Analytics

## SEIT DER KRISE TREIBT LIQUIDITÄT DIE RENDITEN

Relativer Einfluss von Wachstumserwartungen und Liquiditätsbedingungen auf ein hypothetisches Portfolio



Die Analyse der Gegenwart bietet keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

Stand: 30. April 2015

Vor der Krise: 1996–2009; nach der Krise: 2009–2015

Quelle: AB

## DER HERDENTRIEB UND DER AUFSTIEG UNABHÄNGIGER INVESTOREN

Während Banken sich vom Anleihemarkt zurückgezogen haben, sind Investoren auf den Markt gestürmt. Dies ist eine direkte Folge der von den Zentralbanken angewandten Politik des leichten Geldes: Indem sie die Zinssätze auf Rekordtiefs drückte, hat diese Politik Investoren auf der Suche nach ordentlichen Renditen—selbst ertragshungrige Kleinanleger—in riskantere Anlagen getrieben, etwa in Hochzinsanleihen und Anleihen aus Schwellenländern. Im Jahr 2014, befanden sich fast 23 Prozent des Marktes für US-Hochzinsanleihen in der Hand von Fonds für Privatanleger und Exchange Traded Funds (ETFs). Im Jahr 2006 waren es lediglich 15 Prozent (siehe *Abbildung 4, Seite 2*). Der Anteil von Investment-grade-Anleihen in der Hand von Privatanlegern hat sich im selben Zeitraum mehr als verdoppelt.

Das Ergebnis: Eine große Zahl von Investoren ist dieselben Positionen eingegangen. Das führt dazu, dass die Kurse stark in eine Richtung tendieren. Es könnte den Markt aber auch anfällig machen für eine plötzliche Korrektur, wenn alle auf einmal verkaufen wollen.

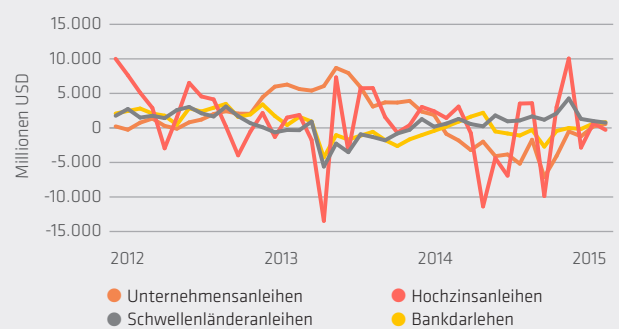
Dass Kleinanleger in diesem Markt eine größere Rolle spielen, ist wichtig: Sie neigen dazu, Anlagen häufig zu kaufen und zu verkaufen—abhängig von aktuellen Schlagzeilen oder Kurstrends. In den vergangenen Jahren haben sich Anleger alarmierend häufig in verschiedenste Anlageklassen hinein- und herausbewegt, darunter auch Hochzins- und Schwellenländeranleihen (siehe *Abbildung 4*).

Darüber hinaus unternehmen viele Anleger—and wir haben den Verdacht, dies gilt auch für einige große Investoren—Ausflüge in riskantere Bereiche der Kreditmärkte. Der Grund: Die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken hat es ihnen erschwert, anderswo noch Einkommen zu erzielen. Viele nehmen dabei höhere Risiken in Kauf als sie es für gewöhnlich tun würden. Wenn nun die Zinsen zu steigen beginnen, könnten Staatsanleihen oder Barmittel plötzlich an Attraktivität gewinnen. Dies wiederum könnte eine Flucht zu den Ausgängen auslösen.

Theoretisch können Anleger Investmentfonds und ETFs jederzeit verkaufen. Die steigende Popularität dieser Fonds hat sie allerdings dazu gezwungen, immer größere Anteile weniger liquider Anleihen zu erwerben. Wenn nun alle ihre Positionen zur gleichen

**ABBILDUNG 4: HERDENTRIEB BEIM EINSTIEG IN UND AUSSTIEG AUS SEKTOREN**

Kapitalflüsse



Historische Analyse bietet keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

Stand: 31. Mai 2015

Quelle: Strategic Insight Simfund

**ABBILDUNG 5: DAS WACHSTUM RISIKOBEWUSSTER PRODUKTE**

AUM and Leverage

	Verwaltete Mittel (Bio. USD)	Brutto-Hebel (Verhältnis)	Nominalbetrag (Bio. USD)
Risikoparität	\$0.30-\$0.50	2.0-3.5	\$0.60-\$1.80
Aktien Long/Short	0.25	1.6	0.40
VA Insurance	0.30	1.00	0.30
<b>Gesamt</b>	<b>\$0.85-\$1.05</b>	<b>1.5-2.4</b>	<b>\$1.30-\$2.50</b>

Historische Analyse bietet keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

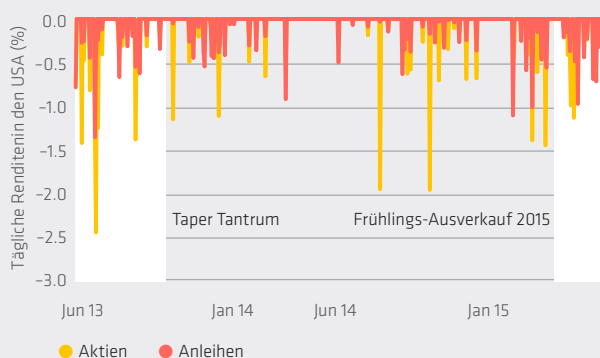
Stand: 31. Mai 2015

Quellen: Morningstar, Strategic Insight Simfund und AB

Zeit auflösen wollen, könnten die Kurse sehr schnell sehr stark fallen. Einige Glückliche können womöglich rechtzeitig verkaufen. Andere werden unter die Räder kommen.

### ABBILDUNG 6: KORRELIERTE ABVERKÄUFE WERDEN HÄUFIGER

Handelstage, an denen sowohl die Erträge von US-Aktien als auch von US-Anleihen negativ waren



**Historische Analyse bietet keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.**  
 Stand: 11. Juni 2015  
 Aktien werden durch den S&P 500 repräsentiert, Anleihen durch den Barclays US 7-10 Year Treasury.  
 Quellen: Barclays, Bloomberg, S&P und AB

### ABBILDUNG 7: WAS VOLATILITÄT FÜR RISIKOPARITÄTISCHE FONDS BEDEUTET

Potenzielle Auswirkungen eines Anstiegs um 30 % auf die Risikoparität, basierend auf typischen Fonds

	Risiko- allokation	Typische Allokation in US-Dollar	Nennwert* (Mrd. USD)	Reduzierung des Kapitals als Reaktion auf einen Anstieg der Volatilität um 30 % (Mrd. USD)
Aktien	25%	35%	\$140	\$32
Rohstoffe	25	55	220	51
Zinsen	25	145	580	134
Kredit	25	120	480	111
<b>Gesamt</b>	<b>100%</b>	<b>355%</b>	<b>\$1,420</b>	<b>\$328</b>

**Die Analyse der Gegenwart bietet keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.**  
 Stand: 31. Mai 2015  
 \*Basierend auf der Schätzung, dass insgesamt 400 Mrd. USD nach dem Prinzip der Risikoparität verwaltet werden.  
 Quelle: AB

### HERDENTRIEB ZUM ZWEITEN: GROSSE INVESTOREN REDUZIEREN RISIKEN

In der Vergangenheit konnten institutionelle Investoren Baissephasen dank ihrer großen Bilanzen und langer Anlagehorizonte aussitzen. Sogar auf Schnäppchenjagd zu gehen war möglich, indem sie Anlagen mit einem Abschlag von Anlegern kauften, die gezwungen waren zu verkaufen.

Doch auch in dieser Hinsicht haben sich die Dinge nach der Finanzkrise gewandelt. Viele große Investoren, darunter Versicherungsunternehmen, risikoparitätische Fonds und selbst wohlhabende Privatpersonen, sind entschlossen, eine Wiederholung ihrer durch die Finanzkrise ausgelösten Verluste zu vermeiden. Daher haben sie neue Risikomanagement-Strategien eingeführt, die sich negativ auf die Liquidität auswirken könnten. Der Grund dafür: Investoren, die diese Strategien nutzen, könnten synchron das Gleiche tun.

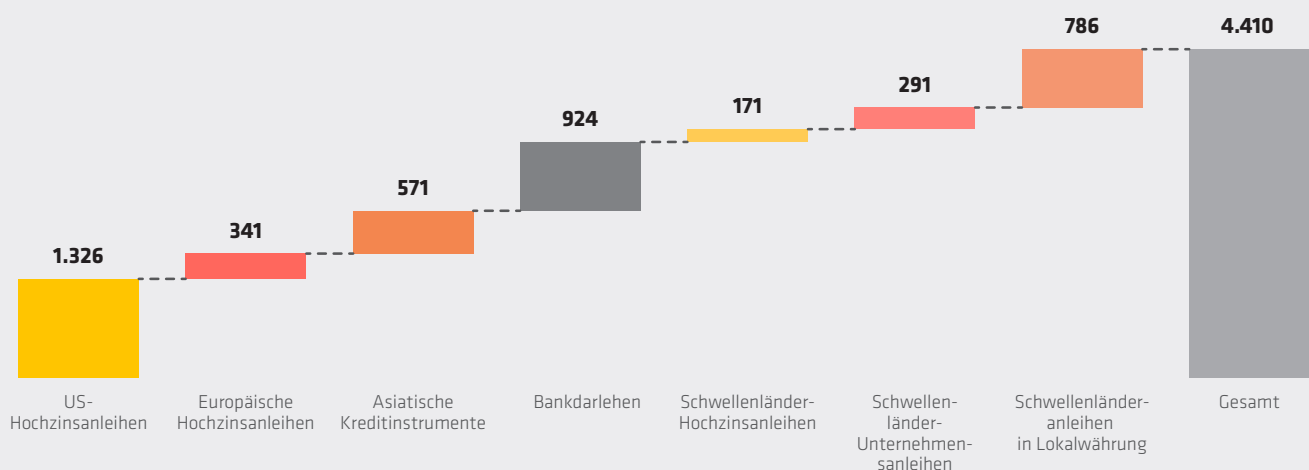
Die meisten Risikomanagement-Strategien nutzen das Konzept des Value at Risk (VaR), eine quantitative Technik, die misst, wie hoch das Risiko eines Investmentportfolios über eine bestimmte Zeitspanne hinweg ist. Wenn der Risikolevel fällt, könnten Manager darauf reagieren, indem sie zusätzliche Investments eingehen. Wenn das Risiko über eine bestimmte Marke steigt, könnten sie Anlagen abstoßen, um das Risiko wieder auf das richtige Maß zu senken.

Dieses Verhalten kann für einen einzelnen Investor sinnvoll sein, doch wenn alle zur gleichen Zeit dasselbe tun, könnte es dazu führen, dass die Marktliquidität austrocknet. Dies ist ein Grund zur Sorge, denn sehr viel Geld wird auf diese Weise verwaltet. Wir vermuten: mehr Geld, als viele Investoren realisieren (siehe Abbildung 5, Seite x). Ein deutlicher Anstieg der Volatilität könnte eine große Welle automatischer Verkäufe auslösen. Die Kurse könnten dann fallen—mit der Folge, dass Angst sich ausbreitet, weitere Investoren verkaufen und die Liquidität weiter sinkt.

Einen kleinen Einblick in diesen Mechanismus erhielten die Marktteilnehmer im Jahr 2013. Damals deutete die Fed erstmals ihren Plan an, die monatlichen Anleihekäufe auslaufen zu lassen. Die Märkte interpretierten dies als Vorspiel zu höheren Zinssätzen. Ihre Reaktion wurde anschließend als „Taper Tantrum“ bekannt: Ein mehrmonatiger Abverkauf folgte, und die Liquidität trocknete aus. Die Geld-Brief-Spannen weiteten sich drastisch aus. Diese Geld-Brief-Spanne misst die Differenz zwischen dem Kurs, zu dem Käufer ein Wertpapier kaufen möchten, und dem Kurs, den Verkäufer zu akzeptieren gewillt sind.

## ABBILDUNG 8: NUTZEN SIE EINEN BREITEN MULTISEKTOR-ANSATZ

Size of Credit Sectors (USD Billions)



### Die Analyse der Gegenwart bietet keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

Stand: 31. Dezember 2014

\*US-Hochzinsanleihen werden repräsentiert durch Barclays Corporate High Yield; europäische Hochzinsanleihen durch Barclays Pan-European High-Yield (EUR); asiatische Kreditinstrumente durch J.P.Morgan Asia Credit; Bankdarlehen durch Credit Suisse Leveraged Loan; Schwellenländer-Hochzinsanleihen durch J.P.Morgan EMBI Global Non-Investment-Grade; Schwellenländer-Unternehmensanleihen durch J.P.Morgan CEMBI Broad Diversified; Schwellenländeranleihen in Lokalwährung durch J.P.Morgan GBI-EM (seit 2002) und J.P. Morgan ELMH+ (vor 2002). Anleger können nicht direkt in einen Index oder Durchschnitt investieren. Beide enthalten keine Verkaufsprovisionen oder laufenden Kosten, die mit dem Investment in einen Fonds verbunden sind und die Erträge verringern würden.  
Quellen: Barclays, Credit Suisse, J.P. Morgan und AB

Diese Episode (und einige andere seither) war auch aus einem weiteren Grund bemerkenswert: Die Kurse von Anleihen, Aktien, Rohstoffen und anderen Anlageklassen fielen gleichzeitig. Für gewöhnlich sind riskante Anlagen wie Aktien, Rohstoffe und Hochzinsanleihen negativ korreliert mit US-Staatsanleihen und ähnlichen sicheren Anlagen. Wenn die riskanten Anlagen an Wert verlieren, steigt der Wert der sicheren. Aber korrelierte Abverkäufe—man könnte sie auch Mini-Ausverkäufe nennen—werden immer häufiger (siehe Abbildung 6).

Dies stellt insbesondere für risikoparitätische Fonds ein Problem dar. Diese Fonds managen Vermögen im Auftrag von Pensionsfonds, Stiftungen und anderen großen institutionellen Investoren. Ihre Zahl ist in den vergangenen zehn Jahren stark gestiegen. Sie streben ein bestimmtes Risikoniveau an und verteilen das Risiko gleichmäßig auf riskante und sichere Anlageklassen. Aber die Strategien beruhen auf der Annahme,

dass die Korrelationen zwischen den Anlageklassen stabil negativ bleiben. Sollten die Korrelationen sich ins Positive wenden und Aktien im Gleichklang mit Anleihen fallen, dann würde der Risikobeitrag beider Anlageklassen steigen. Die Fondsmanager müssten dann beide verkaufen, um ihre Risikoziele einzuhalten. In anderen Worten: Verkäufe lösen noch mehr Verkäufe aus.

Und es gibt ein weiteres Problem: die Hebelung von Anlagestrategien mittels Krediten (Leverage). Sobald der Begriff Leverage fällt, denken die meisten Menschen an Hedgefonds. Doch in diesen Tagen arbeiten auch Pensionsfonds und andere Investoren, die auf risikoparitätische Strategien setzen, mit einem Kredithebel. Weil Anleihen weniger volatil sind als Aktien, müssen die Manager risikoparitätischer Fonds sie auf Kredit kaufen, um die Risikobeiträge beider Anlageklassen ins Gleichgewicht zu bringen. Risikoparitätische Fonds weisen üblicherweise einen Hebel zwischen 200 und 350 Prozent auf.



# Meiden Sie die Masse: Treffen Sie Entscheidungen auf der Basis von Werten, nicht Popularität.

Verluste am Anleihemarkt könnten daher einen breit angelegten Verkauf von Aktien und anderen Anlageklassen auslösen, wenn Fondsmanager gezwungen sind, einen Margenausgleich (Margin Call) vorzunehmen (siehe Abbildung 7 auf der vorigen Seite)

## DIE WECHSELKURSE WERDEN VOLATILER

Margin Calls sind nicht nur für risikoparitätische Fonds ein Problem. Wenn die Volatilität auf dem globalen Devisenmarkt steigt, riskieren alle Investoren mit einem hohen Anteil internationaler Anlagen, dass sie gezwungen sind zu verkaufen, wenn sich der Markt gegen sie wendet. Dies könnte der am stärksten unterschätzte unter den für die Liquidität schädlichen Trends sein.

Indem sie die Zinsen gedrückt haben, zwangen die globalen Notenbanken Investoren, auf fremden Märkten nach Rendite zu suchen. Grenzüberschreitende Investments sind natürlich nicht neu. Doch die in Fremdwährungsanleihen investierten Summen sind drastisch gestiegen. Japanische Investoren haben nach Angaben des dortigen Finanzministeriums allein im Jahr 2014 gut 10,58 Billionen Yen in die internationalen Fixed-Income-Märkte gesteckt. Das entspricht zum gegenwärtigen Wechselkurs etwa 86 Milliarden US-Dollar.

Das meiste Kapital, das seinen Weg auf die internationalen Kreditmärkte findet, wird in der Heimatwährung der Investoren abgesichert. Ein europäischer Investor auf dem US-amerikanischen Markt für Hochzinsanleihen könnte sich gegen einen sinkenden Außenwert des US-Dollar zum Beispiel absichern, indem er einen Forwardkontrakt abschließt, der ihm erlaubt, zu einem Zeitpunkt in der Zukunft Dollars zu einem festgelegten Kurs zu verkaufen. Aber was ist, wenn stattdessen der Euro sinkt? In diesem Fall könnte der Investor gezwungen sein, seine Anleihen oder andere Bestandteile seines Portfolios zu verkaufen, um die mit seiner Währungsabsicherung verbundene Versicherung zu bezahlen. Im Grunde ist das eine etwas andere Art von Margin Call.

Für gewöhnlich trägt die Absicherung der eigenen Fremdwährungsengagements dazu bei, die risikoadjustierte Rendite zu erhöhen. Aber der Devisenmarkt ist in den vergangenen Jahren—genau wie der Anleihemarkt—zunehmend unvorhersehbar geworden. Auch große Kursausschläge werden.

So stieg der Schweizer Franken im Jahr 2015 an einem einzigen Tag fast 20 Prozent gegen den Euro und den US-Dollar—die Schweizerische Nationalbank (SNB) hatte plötzlich ihre über drei Jahre verfolgte Politik einer festen Untergrenze für den Euro-Franken-Wechselkurs aufgegeben. Angesichts der Unmengen an

Kapital, das auf der Jagd nach Rendite an den globalen Märkten investiert ist, könnten scharfe Wechselkursausschläge wie dieser binnen kurzer Zeit eine große Zahl von Anleiheinvestoren in unfreiwillige Käufer oder Verkäufer verwandeln.

## ÖL INS FEUER GIESSEN

Die oben erläuterten Trends könnten auf die eine oder andere Weise Investoren auf der ganzen Welt dazu gebracht haben, zur gleichen Zeit das Gleiche zu tun. Das verzerrt die Preise von Vermögenswerten: Anleger kaufen, wenn die Preise hoch sind und verkaufen, wenn sie niedrig sind. Darüber hinaus macht diese Entwicklung es auch weniger wahrscheinlich, dass Investoren einen liquiden Markt für ihre Anlagen finden, wenn sie Liquidität am dringendsten benötigen. Würde irgendetwas einen plötzlichen Abschwung des Marktes auslösen, dann gäbe es vermutlich viele Verkäufer, aber nur sehr wenige Käufer.

Tatsächlich könnten viele Investoren gar keine Wahl haben. Sie könnten gezwungen sein zu verkaufen—sei es wegen hoher Volatilität, wegen eines Margin Calls oder wegen drastischer Wechselkursbewegungen. Und weil es ein strengeres regulatorisches Regime gibt, sind die Banken nicht da, um die Kurse im Zaum zu halten. In anderen Worten: Wenn ein Feuer ausbricht, könnte jeder einzelne dieser Trends als Brandbeschleuniger wirken.

## PORTFOLIOS FEUERFEST MACHEN

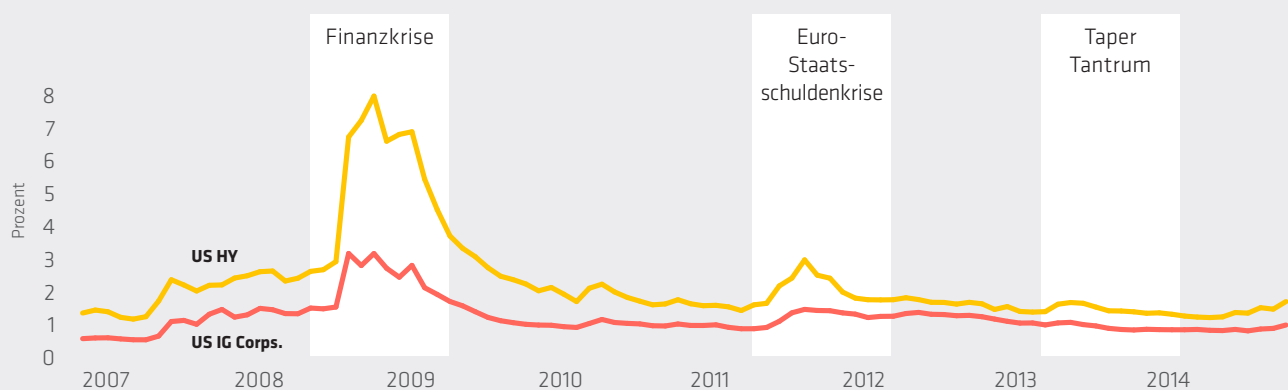
Doch es gibt auch gute Nachrichten: Investoren und ihre Asset Manager können sich gegen das Liquiditätsrisiko wappnen—und möglicherweise sogar davon profitieren. Im folgenden Abschnitt untersuchen wir die Möglichkeiten dazu im Detail. Zwei Gemeinsamkeiten weisen sie alle auf: eine langfristige Herangehensweise und einen Fokus auf den inneren Wert (Value). Wir denken, dass Investoren, die diese Grundsätze beherzigen, das Liquiditätsrisiko nicht fürchten müssen. Sie müssen es nur managen.

Hier sind fünf Dinge, die wir tun (und von denen wir denken, dass alle Asset Manager sie tun sollten), um die Portfolios unserer Kunden feuerfest zu machen.

- + **Diversifizieren Sie, indem Sie eine breit angelegte Multisektor-Strategie nutzen.** Liquidität kann in verschiedenen Sektoren unterschiedliche Auswirkungen haben. Anleiheengagements in Einzelsektorfonds (High Yield, Emerging Markets und andere) zu separieren, ist daher riskant. Wenn die Liquidität in einem Sektor austrocknet, können Investoren schnell in einer Falle sitzen.

### ABBILDUNG 9: WENN SIE LIQUIDITÄT WOLLEN, KOSTET SIE MEHR

Barclays Liquidity Cost Score für US-Investmentgrade-Unternehmensanleihen (IG) und US-Hochzinsanleihen (HY)



#### Historische Analyse bietet keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

Stand: 31. Dezember 2014

Der Barclays Liquidity Cost Score misst die Kosten einer sofort ausgeführten "Round Trip"-Transaktion für eine institutionelle Standard-Order. US HY bezieht sich auf den Barclays US Corporate High-Yield Index; US IG Corps. bezieht sich auf den Barclays US Corporate Investment-Grade Index.

Quellen: Barclays und AB

Ein ganzheitlicher und dynamischer Multisektor-Ansatz, der auf ein großes Universum von Fixed-Income-Titeln zugreift, bietet mehr Schutz (siehe Abbildung 8 auf der vorigen Seite). Sollte es etwa zu einer Verkaufswelle im High-Yield-Sektor kommen und die Liquidität dort austrocknen, können sich Manager eines Multisektor-Portfolios schnell und einfach in Investmentgrade-Anleihen oder einen anderen Sektor mit höherer Liquidität bewegen. Stellen Sie sich dies folgendermaßen vor: Wenn Sie Wasser brauchen, ist es harte Arbeit mit einem einzelnen Eimer durch die Gegend zu rennen, um Regentropfen aufzufangen. Eine diversifizierte Multisektor-Strategie nutzt mehrere Eimer, um mehr Regenwasser aufzufangen.

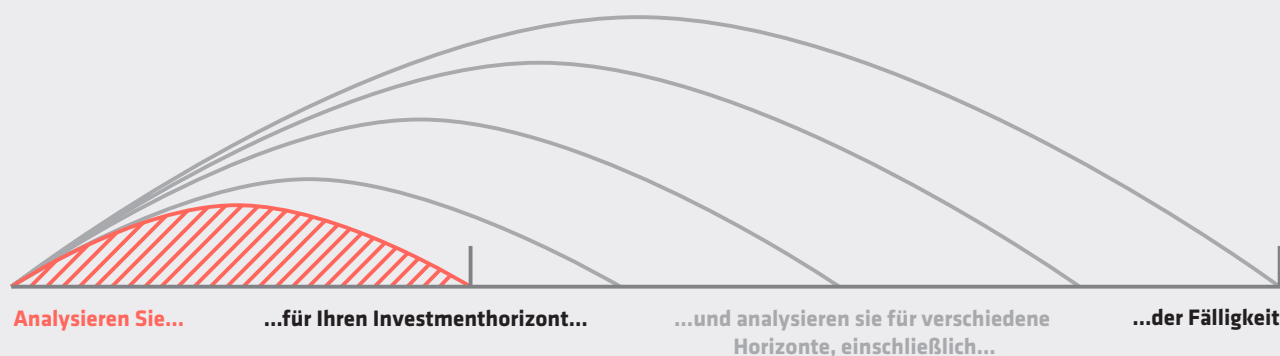
- + **Handeln Sie entgegen der landläufigen Meinung und meiden Sie die Masse.** Sich aus Positionen herauszuhalten, in denen sich viele Anleger drängeln, versetzt Investoren ebenfalls in die Lage, den Wert von Anlagen zur Basis ihrer Entscheidungen zu machen—and nicht ihre Popularität. Ein Beispiel: Vor einigen Jahren fand die Liebe der Privatanleger zu Schwellenländeranleihen ein jähes Ende. Investmentgrade-Unternehmensanleihen aus Emerging Markets mit BBB-Ratings

waren plötzlich billiger als US-amerikanische Hochzinsanleihen mit B-Ratings. Das ergab einfach keinen Sinn.

- + In der jüngeren Vergangenheit reagierten Investoren auf den Start des Anleihenankaufprogramms der Europäischen Zentralbank, indem sie massenweise Staatsanleihen aus Deutschland und anderen europäischen Ländern kauften und damit deren Renditen auf Rekordtiefs drückten. Teilweise bewegten sich die Renditen sogar im negativen Bereich, sodass Investoren die Staaten dafür bezahlten, dass sie ihnen Geld leihen durften. Als diese Kapitalflüsse sich wieder umkehrten, sprangen die Renditen nach oben. In beiden Fällen konnten Investoren, die nicht der Herde folgten, zu attraktiven Kursen kaufen.
- + Diese Fähigkeit, beweglich zu bleiben und die Gegenseite populärer Trades einzunehmen, kann ein entscheidender Vorteil sein, wenn andere Anleger verkaufen müssen—sei es, um auf einen Margin Call zu reagieren, um die Volatilität zu reduzieren oder aus einem anderen Grund. Denken Sie an die Investoren, die das Taper Tantrum nutzten, um attraktive Anleihen zu kaufen, während alle anderen verkauften. Weil sie Liquidität

Investoren, die ihre Hausaufgaben gemacht haben, sollten ihrem Urteil vertrauen.

ABBILDUNG 10: ERWEITERN SIE IHREN INVESTMENTHORIZONT



Nur für illustrative Zwecke  
Quelle: AB

bereitstellten, als andere sie dringend benötigten, wurden sie mit höheren Renditen entschädigt (siehe Abbildung 9).

- + **Halten Sie Barmittel bereit—und vernachlässigen Sie Derivate nicht.** Wer in illiquiden Märkten mehr Cash bereit hält als gewöhnlich, kann in eine gute Position gelangen, um attraktive Papiere zu kaufen, wenn andere unbedingt verkaufen müssen.
- + Barmittel können auch praktisch sein, um Anteilsrückgaben zu bedienen. Das ist ohne Zweifel der Grund dafür, dass US-Kommunalanleihen-Fonds nach Angaben von Morningstar im Jahr 2014 im Mittel 9 Prozent ihres Portfolios in Cash hielten. Als die Finanzkrise sie traf, waren die Fonds nicht annähernd so gut vorbereitet: Der durchschnittliche Cash-Anteil im Dezember 2008 lag bei lediglich 1,6 Prozent.
- + Die Rendite von Cash liegt aktuell annähernd bei null. Daraus ergibt sich potenziell ein Performance-Nachteil. Um diesen auszugleichen, können Portfoliomanager den vergleichsweise liquiden Derivatemarkt anzapfen, um „synthetische“ Wertpapiere in ihre Portfolios aufzunehmen. Der Derivatemarkt gibt Investoren darüber hinaus Zugang zu zusätzlichen Liquiditätsquellen.
- + **Machen Sie Ihre Hausaufgaben in Sachen Kreditanalyse—und erweitern Sie Ihren Investmenthorizont.** Es ist leicht, Positionen zu schließen, die ihr Ziel erreicht haben, wenn

Liquidität im Überfluss vorhanden ist. Doch wie wir gesehen haben, sollten Investoren nicht davon ausgehen, dass immer Liquidität da sein wird, wenn sie sie benötigen. Deshalb zahlt es sich aus, sich gründlich mit jedem möglichen Investment zu beschäftigen. Investoren sollten eine Vielzahl von Zeithorizonten berücksichtigen, wenn sie Anleihen analysieren. Dazu gehört auch die Möglichkeit, eine Anleihe bis zur Endfälligkeit zu halten. Falls es in einem gegebenen Marktumfeld nicht attraktiv erscheint, ein Papier bis zur Fälligkeit zu halten, könnte es angebracht sein, das Engagement als Ganzes zu überdenken (siehe Abbildung 10).

Andererseits sollten Anleger, die ihre Hausaufgaben gemacht haben, auf ihr Urteilsvermögen vertrauen. Wann immer es möglich ist, sollten sie an Anleihen festhalten, die sie für solide langfristige Investments halten—selbst dann, wenn es zu Marktturbulenzen kommt. Die Marktpreise ihrer Vermögenswerte in Zeiten niedriger Liquidität für bare Münze zu nehmen, ist einer der größten Fehler, den Investoren begehen können. Sie sollten lieber ihrer Kreditanalyse vertrauen. Wenn diese Analyse korrekt ist, werden die Kurse der Anleihen sich erholen.

Denken Sie daran: Der Wert einer Anleihe zur Fälligkeit ist bekannt. Solange der Emittent nicht ausfällt, können Anleger regelmäßig Zinsen vereinnahmen und erhalten ihr Kapital zurück, wenn die Anleihe fällig wird. Dies dürfte letztlich der wichtigste

Renditetreiber sein—nicht die Kursschwankungen von einem Tag auf den anderen.

- + **Denken Sie über selektive Investments in nicht-börsennotierte Kreditinstrumente nach.** Legen Sie dies im Ordner „Silberstreif am Horizont“ ab: Manche Kräfte, die für die geringere Liquidität verantwortlich sind— namentlich die strengere Regulierung—eröffnen Anlegern auch attraktive Gelegenheiten. Banken vergeben weniger Darlehen für Wohn- und Gewerbeimmobilien, doch Asset Manager füllen die dadurch entstehende Lücke. Die Renditen vieler nicht-börsennotierter Kreditinstrumente sind im Mittel deutlich höher als die klassischer Anleihen—das gilt sowohl für direkte Kredite an mittelständische Unternehmen als auch für privat initiierte Immobiliendarlehen und andere Instrumente.

Zwar sind diese Anlageklassen weniger liquide als traditionelle Anleihen. Doch wie wir gesehen haben, kann die Liquidität ohnehin überall auf dem Anleihemarkt jederzeit verschwinden. Denken Sie daran: Die wichtigste Aufgabe von Anleihen in einem Portfolio ist es, ein laufendes Einkommen zu erzielen. Investoren mit langen Anlagehorizonten sollten sich daher fragen, wie viel Liquidität sie wirklich benötigen.

### INTERVIEW MIT EINEM ASSET-MANAGER: EINE LIQUIDITÄTS-CHECKLISTE

Uns ist klar, dass nur wenige Investoren all dies alleine umsetzen können. Daher ist es wichtig, Asset Manager auf Herz und Nieren zu prüfen. Bevor Sie jemandem ihr Geld anvertrauen, sollten Sie sichergehen, dass er über einen Investmentprozess verfügt, der Liquiditätsrisiken berücksichtigt und in der Lage ist, mit ihnen umzugehen. Die folgenden Fragen sollten Investoren unserer Ansicht nach dabei stellen:

- + **Worauf führen Sie den Rückgang der Liquidität zurück?** Falls „Regulierung“ die einzige Antwort des Asset Managers lautet, sieht er womöglich nicht das große Ganze. Das könnte Ihr Portfolio anfällig für Krisen machen. Achten Sie auf ein gründliches Verständnis der Trends im Hintergrund.

Noch eine Sache: Seien Sie vorsichtig, wenn jemand Ihnen erklärt, die Aussicht auf höhere Zinsen in den USA oder das allmähliche Auslaufen der Stimulationsmaßnahmen der globalen Notenbanken seien die Gründe für die Liquiditätskrise. Bei diesen Entwicklungen handelt

es sich vermutlich eher um Faktoren, die bestehende Liquiditätsprobleme verschärfen könnten.

- + **Wie hat sich Ihr Prozess im Zuge der sich verschärfenden Liquiditätsprobleme verändert?** Vor sieben oder acht Jahren haben sich nur wenige Marktteilnehmer um die Liquidität des Anleihemarktes gesorgt. Investoren sollten sich daher dafür interessieren, wie ihr (möglicher) Asset Manager seinen Investmentprozess verändert hat, um den neu aufgetretenen Risiken Rechnung zu tragen. Haben sie mithilfe eines diversifizierten Multisektor-Ansatzes ihren Horizont erweitert— und ihr Risiko reduziert?

Halten sie Barmittel vor, um Anteilsrückgaben zu bedienen und Gelegenheiten zu ergreifen, die sich durch liquiditätsgetriebene Abverkäufe ergeben können?

Wie hat sich ihr Kreditresearch verändert? Würde der Berater sich damit wohlfühlen, die Anleihen in seinem Portfolio bis zur Fälligkeit zu halten, falls dies nötig würde?

- + **Was ist mit der Volatilität?** Kursschwankungen sind ein fester Teil des Geschehens an den Finanzmärkten. Investoren sollten sich auf eine erhöhte Volatilität einstellen, wenn die Liquidität austrocknet. Das Beste, was ein Asset Manager dagegen tun kann, ist, sich vorzubereiten.

Kauft der Manager beispielsweise zur Absicherung gegen große, liquiditätsbedingte Marktbewegungen Call- oder Put-Optionen, also das Recht, einen Vermögenswert zukünftig zu einem festen Preis zu kaufen oder verkaufen? Unserer Ansicht nach hat dieses Vorgehen viel Ähnlichkeit mit dem Kauf eines Regenschirmes bei Sonnenschein für 3 Euro. Wir wissen schließlich, dass es irgendwann regnen wird.

Die Alternative ist zu warten, bis die Volatilität steigt und die Kurse fallen, bevor man verkauft. Dies ist wiederum vergleichbar mit dem Kauf eines Regenschirms, nachdem der Sturm schon begonnen hat. Die Chancen sind gut, dass sie dann 5 Euro für den Schirm bezahlen—und Sie werden nass, weil Sie durch den Regen laufen müssen, um ihn zu bekommen.

Manager, die VaR-basierte Strategien anwenden, sollten Sie fragen, ob sie quantitative Modelle einsetzen, um die Volatilität und die Korrelationen der Anlageklassen zu überwachen. Die

effektivsten dieser Modelle sollten es Asset Managern erlauben, das Risiko eines Anstiegs der Korrelationen so einzuschätzen, dass sie handeln können, bevor es zu diesem Anstieg kommt.

- + **Welche Rolle spielen Händler?** In der Vergangenheit führten Händler bei Asset Managern vor allem Orders aus. Seit dem Rückzug der Banken aus dem Anleihehandel, ist den Händlern auf der Käufer-Seite allerdings zusätzliche Verantwortung zugewachsen. Asset Manager, die Händlern eine tatkräftige Rolle zugestehen, können die Illiquidität am ehesten zu ihrem Vorteil nutzen.

Einige Fragen, die Sie beantworten sollten: Spielen Händler eine aktive Rolle im gesamten Investmentprozess? Sind sie kompetent genug, Quellen für Liquidität zu finden, wenn diese rar ist? Können Sie das Beste aus den Möglichkeiten machen, die das Auf und Ab der Liquidität mit sich bringt? Verstehen die Händler die Strategien der Portfoliomanager? Oder werden sie nur eingesetzt, um Orders auszuführen?

## FAZIT

Während der Finanzkrise verflüchtigte sich die Liquidität der Finanzmärkte von einem Augenblick auf den anderen. Denjenigen unter uns, die es erlebt haben, bricht schon der Schweiß aus, wenn sie nur daran denken. Deshalb ist es für uns alarmierend, dass die Liquidität der Finanzmärkte insgesamt und des Anleihemarktes im Speziellen langsam aber sicher zurückgeht. Zwar denken wir nicht, dass eine weitere große Liquiditätskrise unvermeidlich ist. Wir können sie allerdings auch nicht ausschließen.

Dennoch, um Rudyard Kipling zu paraphrasieren: Wer einen kühlen Kopf behält, wenn andere ihren Kopf verlieren, hat die besten Voraussetzungen, sich für eine Krise zu wappnen und die Illiquidität möglicherweise in einen Vorteil zu verwandeln. In einigen Generationen wird sich die Geschichtsschreibung auf den Schaden konzentrieren, den die Finanzkrise auf den Märkten und unter Investoren angerichtet hat. Aber wir sollten die Fußnote nicht vergessen: Wer ruhig geblieben ist (und wessen Investorserfolg nicht komplett von der Liquidität abhängig war), hat eine Menge Geld verdient.

# INDEXDEFINITIONEN

- + **Barclays 7–10 Year Treasury Index:** Ein Universum von US-Staatsanleihen mit Restlaufzeiten zwischen 7 und 10 Jahren.
- + **Barclays Pan-European High-Yield (EUR) Index:** Deckt das Universum festverzinslicher Sub-Investmentgrade-Anleihen ab, die in Euro oder anderen europäischen Währungen (außer Schweizer Franken) begeben wurden. Dieser Index enthält ausschließlich in Euro oder Pfund Sterling denominierte Anleihen, weil derzeit keine Emissionen in anderen europäischen Währungen alle Anforderungen des Index erfüllen.
- + **Barclays US Aggregate Bond Index:** Ein breiter Benchmark-Index, der den Markt für steuerpflichtige US-Dollar-Investmentgrade-Anleihen mit festen Kupons widerspiegelt. Er enthält US-Staatsanleihen, Anleihen staatsnaher Institutionen, Unternehmensanleihen, Mortgage-Backed Securities (MBS [Agentur-MBS mit festen Kupons und hybride MBS mit variablen Kupons]), Asset-Backed Securities (ABS) und Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS).
- + **Barclays US Corporate High-Yield Index:** Repräsentiert die Unternehmensanleihen-Komponente des Barclays US High-Yield Index.
- + **Barclays US Corporate Index:** Spiegelt die Performance von US-Unternehmensanleihen auf dem Markt für US-Investmentgrade-Anleihen mit festen Kupons wider.
- + **Credit Suisse Leveraged Loan Index:** Wurde entwickelt, um das investierbare Universum des in US-Dollar denominierten Marktes für Leveraged Loans widerzuspiegeln.
- + **J.P. Morgan Corporate Emerging Market Bond Index (CEMBI):** Repräsentiert in US-Dollar denominierte Unternehmensanleihen aus Schwellenländern.
- + **J.P. Morgan Asia Credit Index (JACI) Index:** Spiegelt in US-Dollar denominierte Anleihen aus Asien (mit Ausnahme von Japan) mit festem Kupon wider. Enthält Anleihen von Staaten, staatsnahen Institutionen und Unternehmen.
- + **J.P. Morgan Emerging Local Markets Index (ELMI):** Spiegelt die Gesamrendite von in Lokalwährung denominierten Geldmarktinstrumenten aus den Schwellenländern wider.
- + **J.P. Morgan Government Bond Index-Emerging Markets (GBI-EM):** Misst die Entwicklung von in Lokalwährung denominierten Staatsanleihen aus Schwellenländern. Der GBI-EM besteht aus regelmäßig gehandelten, liquiden Staatsanleihen in Lokalwährung mit festen Kupons.
- + **J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global (EMBI Global):** Misst die Gesamrendite börsengehandelter Instrumente zur externen Fremdfinanzierung in den Schwellenländern. Der Index ist eine erweiterte Version des J.P. Morgan EMBI+.
- + **S&P 500 Index:** Enthält eine repräsentative Auswahl von 500 führenden Unternehmen in führenden Branchen der US-Wirtschaft.

# ZU BEACHTENDE RISIKEN

**Sub-Investmentgrade-Risiko:** Investments in festverzinsliche Wertpapiere mit niedrigeren Ratings (gemeinhin bekannt als „Junk Bonds“) weisen in der Regel eine höhere Wahrscheinlichkeit auf, dass ein Emittent insolvent wird oder es versäumt, seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen.

**Kreditrisiko:** Das Kreditrisiko einer Anleihe spiegelt die Fähigkeit des Emittenten wider, seiner Verpflichtung zur Zahlung von Kupons oder zur Rückzahlung des Kapitals pünktlich nachzukommen. Je niedriger das Rating ist, desto höher ist das Risiko eines Zahlungsausfalls. Wenn sich die finanzielle Situation des Emittenten verschlechtert, kann sein Rating gesenkt werden, und der Wert der Anleihe kann sinken.

**Wechselkursrisiko:** Wenn die Handelswährung einer nicht in Euro begebenen Anleihe im Vergleich zum Euro an Wert verliert, kann ihr in Euro ausgedrückter Wert negativ beeinflusst werden.

**Derivaterisiko:** In derivative Instrumente wie Optionen, Futures, Forwards oder Swaps kann riskanter sein als in traditionelle Finanzinstrumente zu investieren. Derivate-Investments können eine höhere Volatilität aufweisen, insbesondere in einem Abwärtsmarkt.

**Foreign (Non-US) Risk:** Investing in non-US securities may be more volatile because of political, regulatory, market and economic uncertainties associated with such securities. These risks are magnified in securities of emerging or developing markets.

**Inflationsrisiko:** Die Preise von Gütern und Dienstleistungen steigen in der Regel mit der Zeit. Dies kann die Kaufkraft von Investments schwächen.

**Zinsänderungsrisiko:** Festverzinsliche Wertpapiere können an Wert verlieren, wenn Zinsen steigen oder fallen. Langfristige Wertpapiere steigen und fallen in der Regel stärker als kurzfristige Wertpapiere. Der Wert von Mortgage-Backed und Asset-Backed Securities reagiert wegen des mit diesen Papieren verbundenen Vorauszahlungsrisikos besonders empfindlich auf Zinsänderungen.

**Hebelrisiko:** Der Versuch, die Rendite von Investment durch das Leihen von Geld oder andere Hebelinstrumente zu erhöhen, kann sowohl Gewinne als auch Verluste erhöhen. Dies führt zu höherer Volatilität.

**Marktrisiko:** Der Marktwert der Positionen in einem Portfolio steigt und fällt von Tag zu Tag. Investments können daher an Wert verlieren.

## AB EUROPE GMBH

Maximilianstrasse 21  
80539 Munich  
Germany  
+49 089 255 400

## ALLIANCEBERNSTEIN SCHWEIZ AG

Talstrasse 83  
CH-8001 Zurich  
Switzerland  
+41 43 311 77 11

**Hinweis für alle Anleger:** Die Informationen in diesem Dokument geben die Ansichten von AllianceBernstein L.P. oder seinen verbundenen Unternehmen wieder und stammen aus Quellen, die zum Zeitpunkt dieser Veröffentlichung für zuverlässig erachtet werden. AllianceBernstein L.P. gibt keine Garantien bezüglich der Korrektheit von Daten. Es gibt keine Garantie dafür, dass irgendwelche Projektionen, Prognosen oder Einschätzungen im vorliegenden Dokument auch tatsächlich eintreten. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.** Die hier geäußerten Ansichten können sich nach dem Datum der Veröffentlichung dieses Dokuments jederzeit ändern. Dieses Dokument dient ausschließlich der Information und stellt keine Anlageberatung dar. AllianceBernstein L.P. leistet keine Beratung in Steuer-, Rechts- oder Buchführungsfragen. Es berücksichtigt nicht die persönlichen Anlageziele oder die finanzielle Situation einzelner Anleger. Anleger sollten ihre persönliche Situation mit professionellen Beratern besprechen, bevor sie Entscheidungen treffen. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, -produkten oder -dienstleistungen dar, die von AB oder seinen verbundenen Unternehmen vertrieben werden.

**Hinweis für europäische Anleger:** Zur Verfügung gestellt von AllianceBernstein Limited, 50 Berkeley Street, London W1J 8HA, eingetragen in England unter der Nr. 2551144. AllianceBernstein Limited ist im Vereinigten Königreich von der Financial Conduct Authority (FCA) zugelassen und wird durch diese Behörde reguliert. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Kunden.

**Zusätzlicher Hinweis für österreichische und deutsche Anleger:** Diese Information wird in Deutschland und Österreich von der AB Europe GmbH veröffentlicht.

**Zusätzlicher Hinweis für Anleger in der Schweiz:** Dieses Dokument wird Ihnen von AllianceBernstein Schweiz AG, Zürich, einem in der Schweiz unter der Nummer CHE-306.220.501 eingetragenen Unternehmen, zur Verfügung gestellt. Das Dokument richtet sich ausschließlich an qualifizierte Anleger.

Das [A/B] Logo ist eine Dienstleistungsmarke von AllianceBernstein L.P.

© 2015 AllianceBernstein L.P.

