

# EZB fährt QE zurück: So lassen sich europäische festverzinsliche Anlagen absichern

Kapitaleffizienter Einsatz von Leveraged Short ETPs, die deutsche Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit nachbilden

Leveraged Short ETPs, die deutsche Bundesanleihen nachbilden, können Investoren, die ihre hochwertigen europäischen Anleihenportfolios in einem Umfeld steigender Zinsen schützen möchten, als kapitaleffiziente Absicherungsinstrumente dienen. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat vor Kurzem bekannt gegeben, ihr quantitatives Lockerungsprogramm (QE) zurückzufahren, weshalb die Nützlichkeit solcher ETPs im aktuellen Umfeld besonders relevant ist. Die Kreditmärkte passen sich langsam an eine Normalisierung der Geldpolitik an.

Dieser Blogartikel zeigt, was Leveraged Short ETPs, die 10-jährige deutsche Bundesanleihen nachbilden, als Absicherungsinstrumente für hochwertige europäische Staats- und Unternehmensanleihen leisten können.

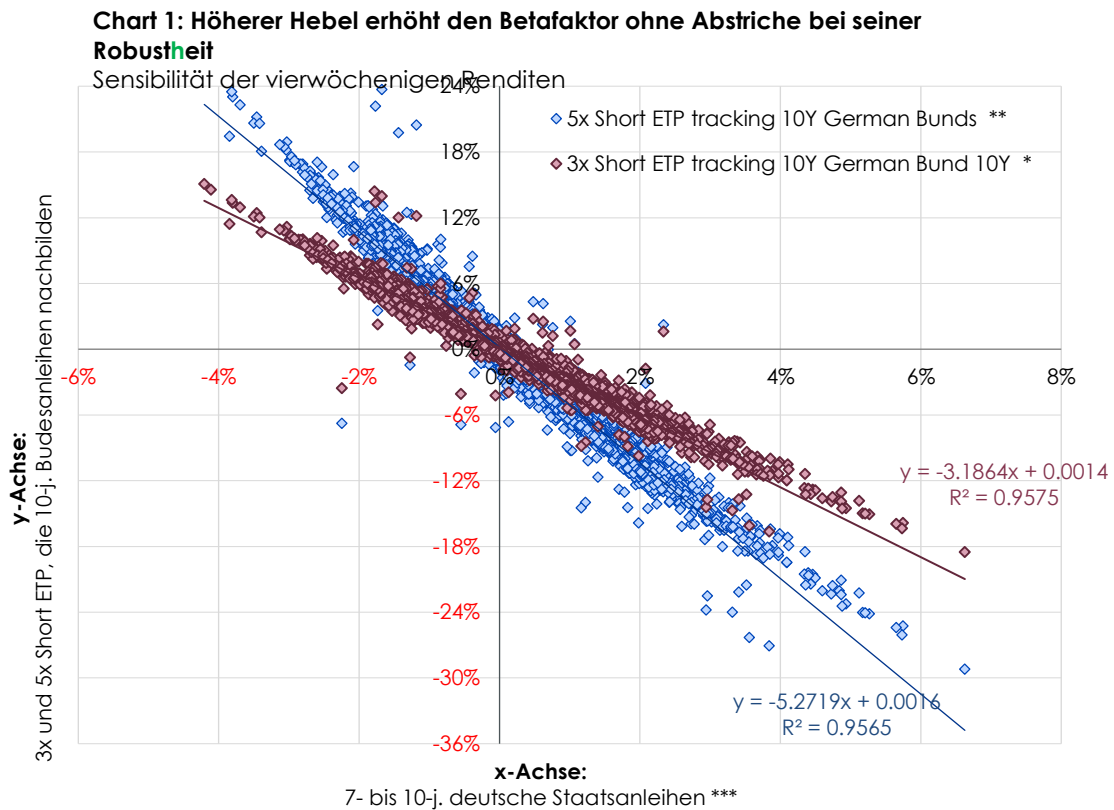
Wenn Sie mehr über die Mechanismen von Leveraged Short ETPs und die Faktoren, die Sie beim Einsatz dieser Produkte als Absicherungsinstrumente für Fixed-Income-Portfolios beachten sollten, erfahren möchten, lesen Sie unseren Blogartikel [Durationsrisiko sicherer Häfen mit extrem langen Short-Strategien absichern.](#)

## Absicherung von Staatsanleihen mit Leveraged Short ETPs

Die folgenden Beispiele zeigen, wie Beta-Hedging bei Leveraged Short ETPs, die hochwertige festverzinsliche Anleihen nachbilden, zu einer höheren Kapitaleffizienz führen kann.

- Wir haben zwei Leveraged Short ETPs mit jeweils unterschiedlichen Hebel Faktoren als Absicherungsinstrumente herangezogen:
  - I. Das 3x Short ETP, das deutsche Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit nachbildet:  
**Boost Bund 10Y 3x Daily Short ETP**; Tickercode = 3BUS; Index-Duration = -9,5
  - II. Das 5x Short ETP, das deutsche Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit nachbildet:  
**Boost Bund 10Y 5x Daily Short ETP**; Tickercode = 5BUS; Index-Duration = -9,5
- Die Haltedauer der Absicherung betrug vier Wochen.
- Das abzusichernde Investment war ein Portfolio aus hochwertigen europäischen Staatsanleihen; Benchmark = Bloomberg Barclays Germany Gov. 7-10Y Index; Duration = 8,2.

Basierend auf einer täglichen Analyse der vierwöchigen Renditen, aus denen die Betafaktoren für die 3x und 5x Short ETPs gegenüber der Benchmark des Portfolios berechnet wurden, ließ sich Folgendes beobachten (siehe Chart 1):



Quelle: WisdomTree, Bloomberg. Daten von 1. Januar 2006 bis 6. Oktober 2017. **Die historische und die aus dem Backtesting abgeleitete Performance sind keine zuverlässigen Indikatoren für zukünftige Renditen.**

\*Renditen basieren auf Boost Bund 10Y 3x Daily Short ETP

\*\*Renditen basierend auf Boost Bund 10Y 5x Daily Short ETP

\*\*\*Renditen basieren auf Bloomberg Barclays German Government 7-10Y Index.

- Das 3x Short ETP und das 5x Short ETP, die die deutsche Bundesanleihe mit 10-jähriger Laufzeit nachbilden, kamen gegenüber der Benchmark des Portfolios, deutschen Staatsanleihen mit 7- bis 10-jähriger Laufzeit, auf Betafaktoren von -3,2 bzw. -5,3.
- Basierend auf den Betafaktoren betrugen die anfänglichen Investitionskosten zur Absicherung des Portfolios für rund einen Monat 31 % bzw. 19 %. Dies entsprach grob oder lag sogar leicht unter den durch ihre jeweiligen Hebefaktoren von 3x (33 % des Portfolios) und 5x (20 % des Portfolios) implizierten Werten.
- Der Unterschied bei der Sensibilität gegenüber Zinsveränderungen zwischen der Benchmark des Portfolios und den Leveraged Short ETPs bestimmte den Umfang, in dem Investoren ihre abgesicherte Position weiter „nach oben hebeln“ oder „nach unten hebeln“ konnten. Da die Duration der deutschen

Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit mit 9,5 höher lag als die 8,2 der Benchmark des Portfolios, der deutschen Staatsanleihen mit 7- bis- 10-jähriger Laufzeit, unterstellten die Investoren effektiv ein „zusätzliches Beta“ (ca. +0,2 beim 3x Short ETP, +0,3 beim 5x Short ETP als Absicherungsinstrument), zusätzlich zum Hebelfaktor.

- Der höhere Hebelfaktor untergrub nicht die Zuverlässigkeit von Beta zur Schätzung der anfänglich notwendigen Investitionskosten zur Absicherung des Portfolios. Dies zeigte sich anhand einer vergleichbaren hohen linearen Anpassungsgüte für die Absicherungen sowohl mit dem Hebelfaktor 5x als auch mit dem Hebelfaktor 3x. Die sehr geringe Volatilität von hochwertigen festverzinslichen Vermögenswerten (wodurch die Auswirkungen der täglichen Aufzinsung auf ihre Renditen minimiert wird) bekräftigte die Nützlichkeit einer Kombination hoher Hebelfaktoren mit ETPs, die Benchmarks wie deutsche Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit nachbilden.
- Es kam zu einer erkennbaren Konvexität bei der Performance der Leveraged Short ETPs gegenüber starken Kursveränderungen bei der Benchmark des Portfolios. Es ist demzufolge wahrscheinlich, dass Investoren unter extremen Marktbedingungen, wenn die Kurse für Anleihen fallen, mit einer Performance-Steigerung des Nettoengagements belohnt werden (d. h. der prozentuale Zuwachs beim Nominalwert der Short-Position wird den prozentualen Verlust beim Marktwert der Long-Position übersteigen). Wenn die Kurse für Anleihen hingegen steigen, wird es wahrscheinlich zu einer weniger starken Performance-Minderung bei der Nettoposition kommen (d. h. der prozentuale Verlust beim Nominalwert der Short-Position wird geringer ausfallen als der prozentuale Zuwachs beim Marktwert der Long-Position).
- Zusammenfassend stellten die 3x und 5x Short ETPs, die deutsche Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit nachbilden, effiziente Absicherungsinstrumente für europäische Staatsanleihen dar.

## **Absicherung von Unternehmensanleihen mit Leveraged Short ETPs**

Sind Leveraged Short ETPs, die Staatsanleihen-Benchmarks nachbilden, kapitaleffiziente Absicherungsinstrumente für Portfolios mit Unternehmensanleihen? Das hängt von den Marktbedingungen ab.

Absicherungs-Overlays aus hochwertigen Staatsanleihen-Benchmarks wie deutschen Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit werden unter ungewöhnlichen Marktbedingungen wahrscheinlich eine schlechte Performance liefern. Dies zeigte sich während der weltweiten Finanzkrise und aktuell angesichts einer extrem lockeren Geldpolitik. Die außergewöhnliche, unbefristete Unterstützung von Staatsanleihen durch die Zentralbanken als Reaktion auf finanzielle Unsicherheit übertrumpfte bei Leerverkäufen deutscher Staatsanleihen häufig die grundlegenden Argumente einer „unkontrollierbaren Inflation“ und „höherer Renditen“. Die Renditen deutscher Bundesanleihen tendierten im Wesentlichen in nur eine Richtung: nach unten.

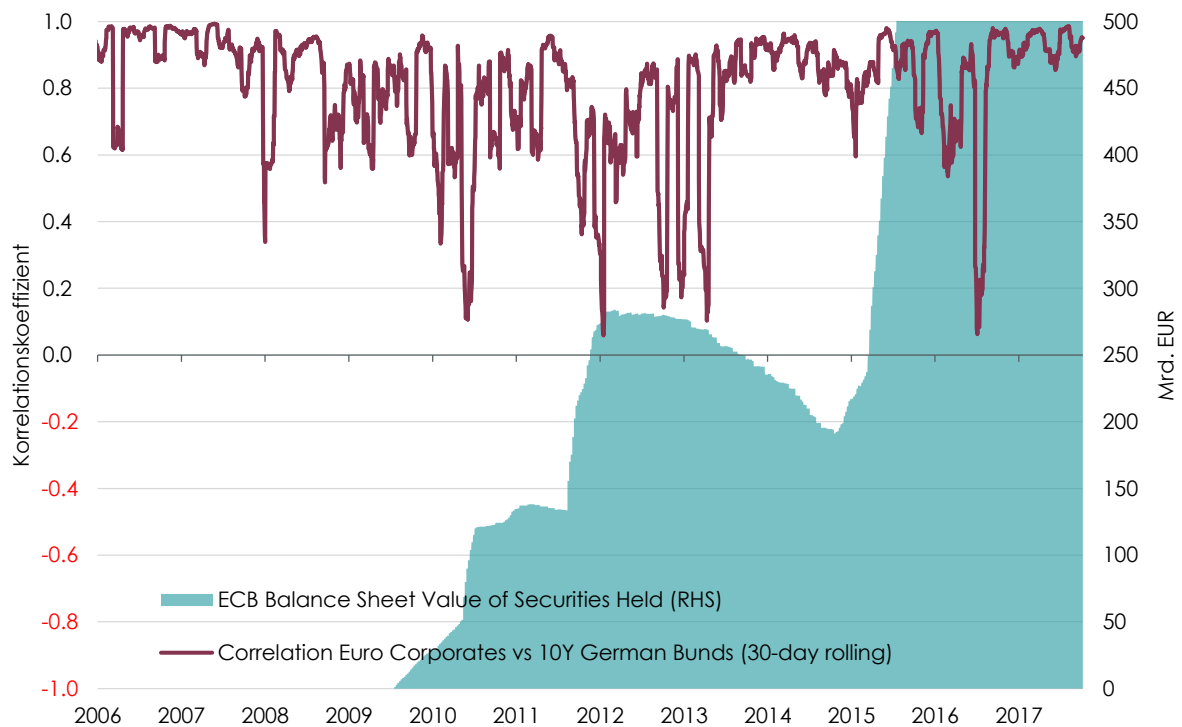
Die Entkoppelung der Kurse von Unternehmens- und Staatsanleihen machte die Absicherungsstrukturen mit Short-Positionen, bei denen Staatsanleihen als zugrunde liegende Anlagen eingesetzt werden, noch komplizierter. **Man betrachte die sterilisierten Eingriffe der EZB** in ausgewählte Anleihenmärkte im Jahr 2010 (Programm für die Wertpapiermärkte) und im Jahr 2012 (Outright Monetary Transactions), die, in Kombination mit Nullzinsraten und günstigen Krediten, vor allem gedeckte (hauptsächlich durch Hypotheken besicherte) Bankschuldverschreibungen und indirekt auch Staatsanleihen im großen Maßstab unterstützten. Der Ausschluss hochwertiger Emittenten des nichtfinanziellen Unternehmenssektors aus den Anleihenkaufprogrammen führte zwangsläufig zu einer starken Verbreiterung der Unternehmensspreads, da der Mangel an Liquidität die Preisfindung untergrub und sogar in hochwertigen Segmenten des Anleihenmarkts eine Entkoppelung auslöste (siehe Chart 2).

Sinnbildlich für die durch eine extrem lockere Geldpolitik verursachten Verzerrungen war das Ausmaß, in dem Investoren nach der Bekanntgabe des QE-Programms 2015 durch die EZB mehr Laufzeitriskiken auf sich nahmen, um Renditen aus Staatsanleihen nach unten und ins Minus zu verfolgen. Dies sorgte anfangs für eine Verbreiterung der Unternehmensspreads, bis die quantitative Lockerung 2016 auf Unternehmensanleihen ausgeweitet wurde und die Verbreiterung der Spreads sich umkehrte. Angesichts der künstlichen Unterstützung des Anleihenmarkts und sinkender Zinsen war eine Absicherung des Zinsrisikos im Euro-Raum – im hochwertigen Bereich – für Investoren mit reinen Long-Positionen faktisch nicht notwendig.

Wenn Unternehmensanleihen sich im großen Stil von Staatsanleihen entkoppeln und in die entgegengesetzte Richtung bewegen, ist der Einsatz von Absicherungen mit Staatsanleihen-Benchmarks als zugrunde liegende Anlagen für die Short-Position unwirksam. Investoren müssen die Marktbedingungen deshalb genau prüfen, bevor sie entscheiden, ob und wann ein Short-Engagement mit einer Staatsanleihen-Benchmark sich gleich verhält wie die zugrunde liegenden Fundamentaldaten und das Portfolio.

## Chart 2: Preisverzerrungen auf Kreditmärkten bei außergewöhnlichen Impulsen

Korrelation zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen gegenüber EZB-Interventionen in Anleihenmärkten



Quelle: WisdomTree, Bloomberg.

## Höchste Wirksamkeit in einem Umfeld steigender Zinsen

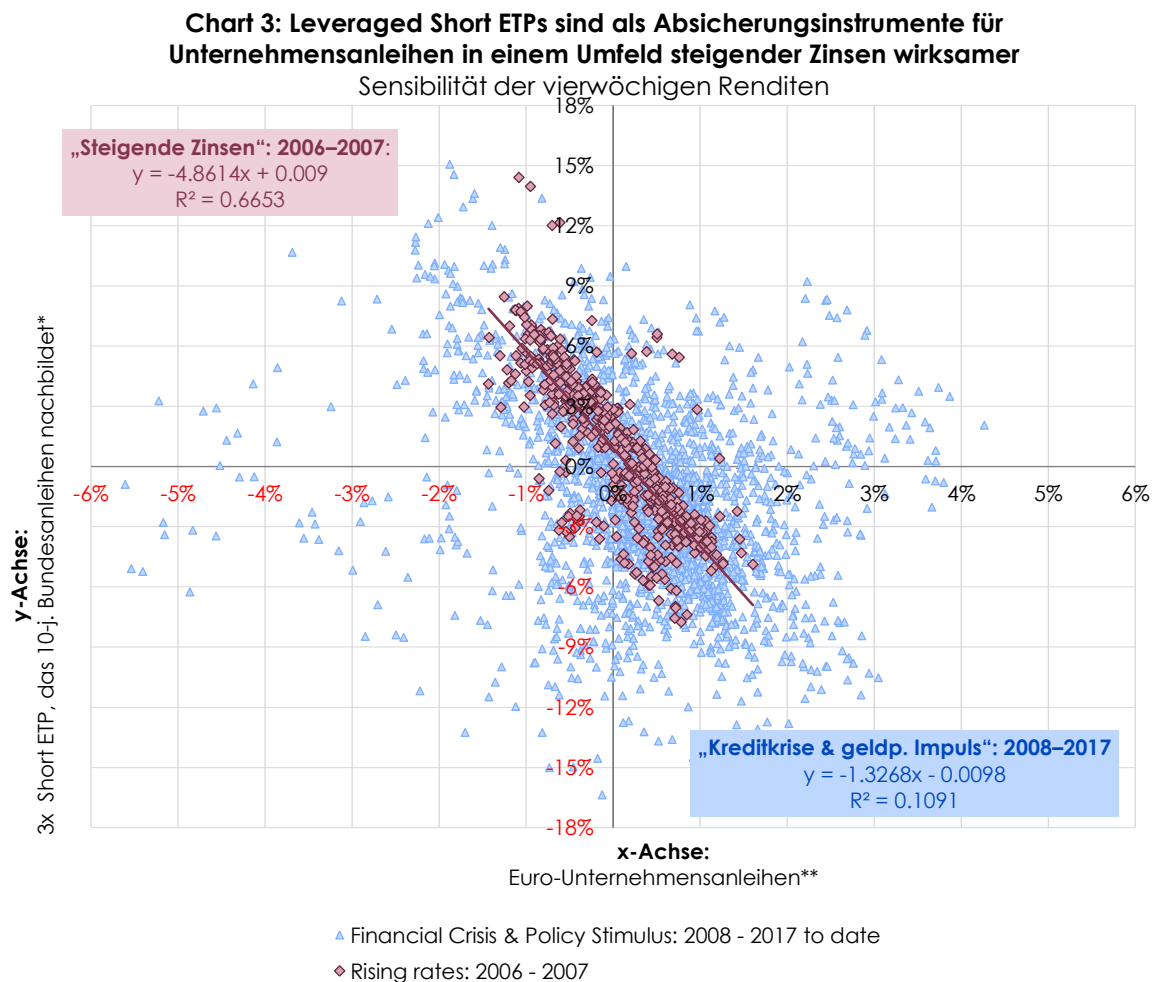
Der Zweck einer Absicherung mit Leveraged Short ETPs, die Staatsanleihen-Benchmarks nachbilden, ist die Neutralisierung des Durationsrisikos. Das Kreditrisiko wird ausdrücklich nicht erfasst. Doch angenommen, Staats- und Unternehmensanleihen bewegen sich im Allgemeinen in dieselbe Richtung (in unterschiedlichem Ausmaß), senken schwankende Kreditspannen unter normalen Marktbedingungen generell nicht die Wirksamkeit der Absicherung eines Portfolios aus Unternehmensanleihen mit Leveraged Short ETPs, die Staatsanleihen nachbilden.

Mit dem folgenden Beispiel zeigen wir, wie Leveraged Short ETPs, die deutsche Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit nachbilden, ein Portfolio aus Unternehmensanleihen unter normalen Marktbedingungen wirksam absichern könnten:

- Das als Absicherungsinstrument verwendete Leveraged Short ETP:  
Das 3x Short ETP, das deutsche Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit nachbildet:  
**Boost Bund 10Y 3x Daily Short ETP**; Tickercode = 3BUS; Index-Duration = -9,5
- Die Haltedauer der Absicherung betrug vier Wochen.

- Das abzuschließende Fixed-Income-Investment:  
Ein Portfolio aus Euro-Unternehmensanleihen;  
Benchmark = IBOXX Euro Corporates Index; Duration = 5,3
- Wir verglichen die Wirksamkeit des Absicherungsinstruments unter normalen gegenüber ungewöhnlichen Marktbedingungen, die grob folgendermaßen definiert wurden:
  1. 2006–2007: normale Marktbedingungen mit sich verschärfender Geldpolitik und Erwartungen steigender Zinsen
  2. 2008–2017: ungewöhnliche Marktbedingungen mit außergewöhnlichen Impulsen und extrem lockerer Geldpolitik

Basierend auf der täglichen Analyse der vierwöchigen Renditen, ließen die Beta-Daten auf Folgendes schließen (siehe Chart 3):



Quelle: WisdomTree, Bloomberg. Daten von 1. Januar 2006 bis 6. Oktober 2017. **Die historische und die aus dem Backtesting abgeleitete Performance sind keine zuverlässigen Indikatoren für zukünftige Renditen.**

\*Renditen basieren auf Boost Bund 10Y 3x Daily Short ETP; Tickercode= 3BUS

\*\*Renditen basierend auf IBOXX Euro Corporates Index.

- Der Betafaktor des 3x Short ETP, das deutsche Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit nachbildet, betrug gegenüber dem Portfolio aus Euro-Unternehmensanleihen 4,9 im Zeitraum 2006 bis 2007, in dem die EZB ihre Zinssätze um 175 Basispunkte anhub. Durch Einrichtung der anfänglichen Absicherung auf Basis des Betafaktors sollte sich die Kapitaleffizienz zunächst um mehr als den implizierten Hebelfaktor verbessert haben. Der Grund dafür liegt in dem großen Unterschied bei der Duration zwischen den zugrunde liegenden Anlagen des Leveraged Short ETP und der Benchmark des Portfolios.
- Der Betafaktor war in diesem Zeitraum steigender Zinsen relativ robust, wobei die vierwöchigen Renditen des 3x Short ETP, das deutsche Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit nachbildet, ca. 67 % der Varianz bei den vierwöchigen Renditen der Euro-Unternehmensanleihen erklärten<sup>1</sup>.
- Obwohl eine Absicherung mithilfe eines inversen Engagements in Staatsanleihen als Absicherungs-Overlay für Unternehmensanleihen nicht perfekt ist, kann eine Ausgleichsposition, die mit einem Leveraged Short ETP eingestellt und ca. einen Monat lang gehalten wird, den Großteil des im Unternehmensanleihen-Portfolio enthaltenen Zinsrisikos ausgleichen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass sich Staatsanleihen und Unternehmensanleihen bei einer Verschärfung der geldpolitischen Bedingungen tendenziell im Gleichschritt bewegen.
- Um die abgesicherte Position aufrechtzuerhalten und die Volatilität zu senken, kann eine Neugewichtung des abgesicherten Engagements vor einem Hintergrund steigender Zinsen notwendig werden, wenn die Spreads von Unternehmensanleihen in einem Umfeld erhöhter Risikobereitschaft kleiner werden und Short-Position hinzugefügt werden könnten (d. h. Leveraged Short ETPs kaufen). Eine Neugewichtung könnte auch in einem zunehmend risikoaversen Umfeld notwendig werden, wenn sich die Spreads von Unternehmensanleihen verbreitern und Short-Position abgestoßen werden könnten (d. h. Leveraged Short ETPs verkaufen). Solche Anpassungen der abgesicherten Position können häufiger notwendig werden, wenn sich die Preisvolatilität erhöht und die Korrelation zwischen Staats- und Unternehmensanleihen schwächer wird. Dies wird anhand der Ausreißer im Streudiagramm in Chart 3 deutlich.
- Als die Angst auf dem Höhepunkt der weltweiten Finanzkrise wuchs, waren Anlagen in sicheren Häfen stark gefragt. Natürlich bedeutete das häufige Auftreten inverser Bewegungen zwischen deutschen Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit und Euro-Unternehmensanleihen, dass eine Short-Position in 10-jährigen Bundesanleihen als Absicherungs-Overlay nicht funktioniert hätte. Anstatt das Risiko zu senken, hätte diese Art der Absicherung den Investor in vielen Fällen einer erhöhten Volatilität und einem höheren Abwärtsrisiko

---

<sup>1</sup> Betafaktor von -4,86 ist mit einem Konfidenzintervall von 95 % statistisch signifikant.



ausgesetzt. Eine häufige Neugewichtung des abgesicherten Engagements hätte die Volatilität und das Abwärtsrisiko reduzieren können, es wären dabei jedoch relativ hohe Transaktionskosten angefallen, die den Zweck der Kapitaleffizienz der Beta-Absicherungsstrategie zunichtegemacht hätten.

## Wendepunkt in Sicht

In einem Umfeld, in dem die Geldpolitik immer noch außergewöhnlich locker ist und die sich Bewertungen hochwertiger Schulden sich relativ zu anderen Anlageklassen und den sie untermauernden Fundamentaldaten nahe historischer Hochs halten, ist letztendlich das Management der abgesicherten Position entscheidend. Aufgrund der Bekanntgabe der EZB im Oktober 2017, die quantitative Lockerung zurückfahren zu wollen, bewegen wir uns im Euro-Raum, was Impulse anbelangt, auf einen außergewöhnlichen Wendepunkt zu. Dies könnte bei hochwertigen Staatsanleihen in Europa zu einer erhöhten Volatilität der Kurse führen. Die Periode negativer bis fast Nullzinsraten für Deutschland im vergangenen Jahr löste einen plötzlichen Ausverkauf aus.

Folglich sind Investoren, die über Allokationen in hochwertigen Anleihen verfügen und das mit dem Erzielen einer positiven Rendite verbundene Laufzeitrisiko tragen, dem überproportionalen Risiko einer geldpolitischen Normalisierung ausgesetzt. Diese Investoren sollten die sehr niedrigen Kupon-Renditen, zu denen zahlreiche Emissionen mit langer Laufzeit aktuell auf dem Sekundärmarkt gehandelt werden, und die angenommene Konvexität in Betracht ziehen.

Vor dem Hintergrund steigender Zinsen in Europa könnten Leveraged Short ETPs, die deutsche Bundesanleihen nachbilden, als effektive Instrumente zur Absicherung des Zinsrisikos dienen. Für Investoren, die ihre Portfolios absichern möchten, könnten folgende ETPs interessant sein:

- [Boost Bund 10Y 3x Short Daily ETP \(3BUS\)](#)
- [Boost Bund 10Y 5x Short Daily ETP \(5BUS\)](#)

### Zudem könnte Sie folgende Lektüre interessieren

- <https://www.wisdomtree.eu/en-gb/blog/2017-12-12/how-to-hedge-safe-haven>
- <https://www.wisdomtree.eu/blog/2017-10-26/countdown-to-ecb-taper-tantrum>
- <https://www.wisdomtree.eu/blog/2017-10-05/how-to-manage-risk-and-capital-efficiency-in-btp-portfolios>
- <https://www.wisdomtree.eu/blog/2017-11-17/how-and-why-currency-fluctuations-can-impact-etp-returns>

*Dieses Material wird von WisdomTree und seinen verbundenen Unternehmen erstellt. Es ist nicht dazu bestimmt, als Prognose-, Research- oder Anlageberatung herangezogen zu werden, und stellt weder eine Empfehlung, ein Angebot noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren*





*bzw. zur Übernahme einer Anlagestrategie dar. Die zum Ausdruck gebrachten Meinungen gelten zum Erstellungsdatum und können sich entsprechend nachfolgender Bedingungen ändern. Die in diesem Material enthaltenen Informationen und Meinungen werden aus proprietären und nicht proprietären Quellen abgeleitet. Deshalb wird für die Richtigkeit oder Zuverlässigkeit des Materials keine Gewähr sowie keinerlei Haftung für Fehler oder Auslassungen übernommen (einschließlich der Haftung gegenüber Personen aufgrund von Fahrlässigkeit). Das Vertrauen auf die in diesem Material enthaltenen Informationen erfolgt nach alleinigem Ermessen des Lesers. **Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.***