

Asset Allocation.

Grundlagen.

Bonds mit Kick (1).

Dezember 2004.

dit •

Allianz Dresdner
Global Investors

Grundlagen.

Inhalt.

Anleihen sind nicht gleich Anleihen	3
Ausgangspunkt: Vater Staat	4
Der Blick über die Grenze	5
Beyond Euroland	7
Der Rendite-Kick	8
Summa Oeconomica	9
Investor's Corner	10

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter www.dit.de bzw. www.dit.at
Rubrik: Service/Marktanalysen.

Alle Publikationen sind abonnierbar unter www.dit.de/apps/newsletter/dit/newsletter.html

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von **Thomson Financial Datastream**.

Impressum.

Deutscher Investment Trust
Gesellschaft für Wertpapieranlagen mbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main
Investor Information
Hans-Jörg Naumer (hjn), Dr. Oliver Plein (pl)

Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zu Grunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die

Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung.

Grundlagen.

Sinken die Aktienkurse, steigen die Anleihen in der Gunst der Anleger. Kein Wunder, gelten diese doch als Papiere mit geringen Kursschwankungen -

... bekanntermaßen aber auch mit geringer Rendite. Alles hat eben seinen Preis. „Bonds“ (engl. für „Anleihen“) sind dabei jedoch nicht gleich Bonds: Sie unterscheiden sich u.a. durch ihre unterschiedlichen Laufzeiten und ihre jeweiligen Emittenten. Wer durch den Dschungel an Investmentmöglichkeiten blickt, kann die Unterschiede dieses Marktsegmentes profitabel nutzen und seinem Anleiheportfolio einen entsprechenden Rendite-Kick verpassen. Zeit also, über Bonds nachzudenken - und am besten über Bonds mit Kick. Wie lässt sich mit ihnen ein Mehr an Rendite generieren? Eine Schlüsselfrage, der in fünf Schritten nachgegangen wird. Jeder weitere Schritt führt zu mehr Renditemöglichkeiten. Last but not least wird gezeigt, wie sich diese Schritte mittels Rentenfonds sehr komfortabel gehen lassen.

Anleihen sind nicht gleich Anleihen.

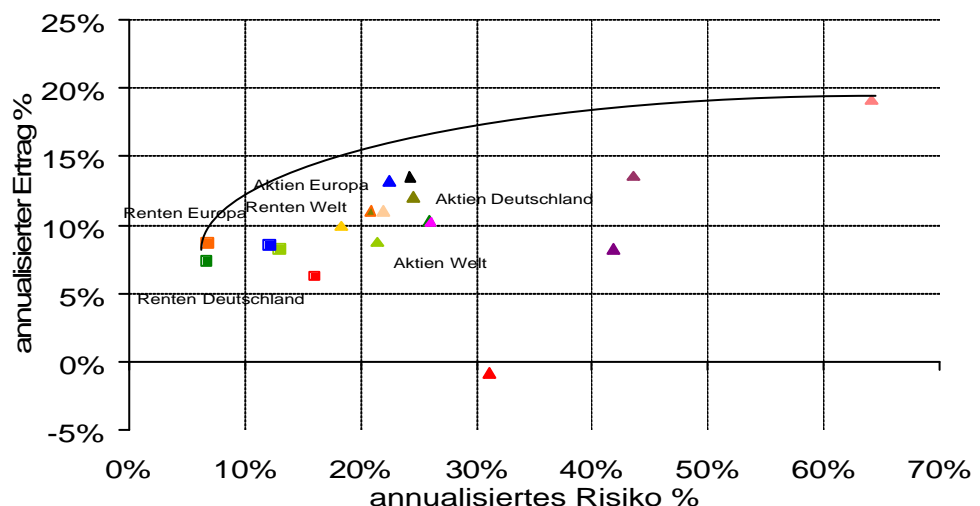
Dass Anleihen nicht gleich Anleihen sind - aber auch nicht die Schwankunganfälligkeit von Aktien aufweisen, machen die Schaubilder 1 und 2 klar:

- Schaubild 1 zeigt Ertrag und Risiko unterschiedlicher Aktien- und Anleihe-segmente im langfristigen Vergleich. Schon der Vergleich deutscher, europäischer und internationaler Renten zeigt, dass es auch im Rentensegment zu unterschiedlichen Ertrags-Risiko-Profilen kommt.
- Schaubild 2 verdeutlicht die unterschiedliche Wertentwicklung von Aktien und Anleihen von 1983 an. Was sofort auffällt, ist, dass Anleihen im Betrachtungszeitraum nur zweimal eine negative Performance aufwiesen. Bei Aktien war dies insgesamt sechsmal der Fall und das mit deutlich

Ertrag & Risiko von Aktien und Anleihen.

Schaubild 1.

Das Risiko-Ertrags-Diagramm zeigt: Bei der ganzen Fülle an Anlagemöglichkeiten waren Staatsanleihen die Anlageform mit dem geringsten Risiko. Zeitraum: 12/87 - 12/03; währungsbereinigt in Euro. Das Risiko wurde gemessen an der Volatilität der Kurse.



Quelle: Datastream.

höheren Verlusten als es bei den Anleihen der Fall war. Dafür waren mit Aktien in der Vergangenheit auch deutlich höhere Gewinne zu erzielen.

Beiden Schaubildern ist die Aussage gemeinsam: Anleihen sind weniger anfällig für Schwankungen als Aktien. Kein Wunder, dass Anleihen gerade in unruhigen Zeiten an den Kapitalmärkten wieder ein Revival erleben, nachdem sie noch während der TMT-Hausse zu den wenig beachteten „Schmuddelkindern“ gezählt wurden.

- „normal“: Die Renditen steigen mit zunehmender Restlaufzeit der Anleihen. Es ergeben sich „Laufzeitenprämien“ (vgl. Schaubild 3, S.5 & Schaubild 4, S.6).
- „flach“: Die Renditen der Anleihen sind bei unterschiedlichen Restlaufzeiten nahezu gleich.
- „invers“: Die Renditen sinken mit zunehmender Restlaufzeit. Ein seltenes, aber dennoch beobachtbares Phänomen: Ist die Geldpolitik der Zentralbank sehr restriktiv, die Geldmarktsätze entsprechend hoch, kann eine Konjunkturabkühlung, begleitet von einem Rückgang der Inflationsrate, angenommen werden. Diese Entwicklung wird in den Renditen mittlerer und längerer Laufzeitenbereiche vorweggenommen. Die Inflationsprämie, als Bestandteil der Rendite, sinkt, die reale Komponente ebenfalls. Die Renditestrukturkurve wird invers.

Ausgangspunkt: Vater Staat.

Ausgangspunkt jeder Strategie mit Bonds sind zuerst die Staatsanleihen. Da sie die öffentliche Hand als Emittenten haben, unterliegen sie entsprechend deren Bonität und sind, anders als z.B. Unternehmensanleihen, frei von unternehmerischen Risiken (allerdings auch Chancen!).

Ein aktives Rentenfondsmanagement setzt an der Renditestrukturkurve an. Sie bildet das gesamte Laufzeitenspektrum von (Staats-)Anleihen mit den jeweiligen Renditen ab. Je nach „Krümmung“ dieser Kurve lassen sich drei Strukturkurven unterscheiden:

Liegt der Markt richtig?

Die Renditen, bzw. in ihrer aggregierten Form die Renditestrukturkurve, geben wieder, was der Finanzmarkt bereits an Entwicklungen erwartet. Was aber wird in den am Markt ausgewiesenen Renditen tatsächlich antizipiert? Und: Ist diese Antizipation richtig? Der Kampf um Renditeverbesserungen beginnt. Wer z.B., anders als der Markt, steigende Inflationsraten erwartet,

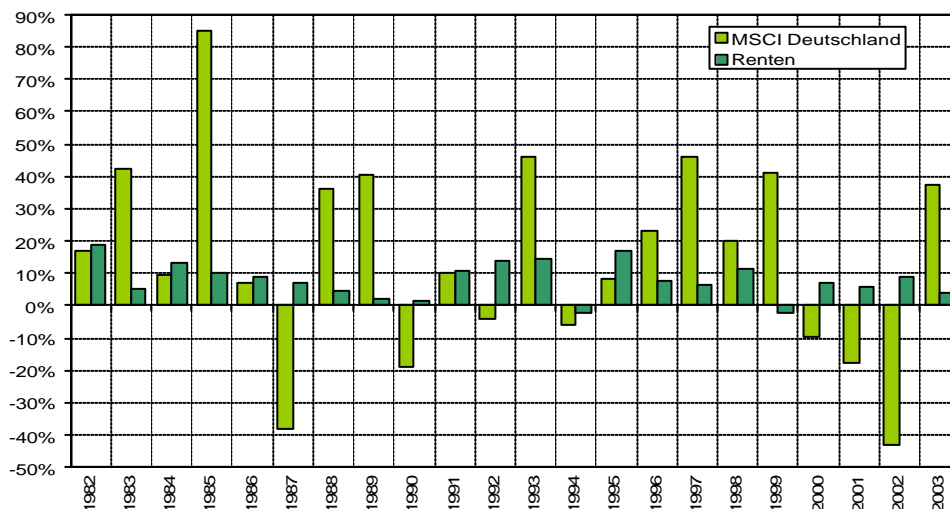
1. Schritt zur Performanceverbesserung: „Spielen“ der Renditestrukturkurve.

Wertentwicklung von Aktien und Renten.

Schaubild 2.

Renten: REXP.

Aktien: MSCI Deutschland.



Quelle: Datastream.

wird sich auch auf steigende Renditen vor allem bei den langen Laufzeitenbereichen einstellen und dieses Segment untergewichten, noch bevor es alle tun. Denn: Steigen die Preise, wollen die Anleger eine höhere Rendite, um den Kaufkraftverlust auszugleichen. Die kürzeren Laufzeiten werden dagegen deutlich stärker von den Zentralbanken beeinflusst. Beispiel Geldpolitik: Wird eine Lockerung der Geldpolitik erwartet - nichts wie rein in die kurzen und mittleren Laufzeiten! Wenn es am Ende alle tun, sinken die Renditen und es kommt zu Kursgewinnen. Durch das Setzen auf bestimmte Laufzeiten können Kursgewinne realisiert werden. Aktives Handeln ist gefragt.

Der Blick über die Grenze.

Warum aber zu Hause bleiben, wenn in der großen weiten Welt bessere Renditen winken? Wer mehr Rendite will, als es sie für bundesdeutsche Staatsanleihen gibt, muss dabei nicht weit gehen. Schon in den Nachbarländern Frankreich und Italien sind die Renditen normalerweise höher. Schaubild 5 (s. S.6) verdeutlicht dies. Es stellt die Renditedifferenzen französischer und italienischer Staatspapiere zu deutschen Anleihen gleicher Laufzeit dar.

2. Schritt zur Performanceverbesserung: Spreads innerhalb der EWU nutzen.

Kasten 1.

„Spreads“ = Renditedifferenzen.

„Spreads“ - der Dreh- und Angelpunkt. Sie bezeichnen Renditedifferenzen zwischen einzelnen Anleihen.

Die Gründe für ihr Entstehen sind vielfältig: Laufzeit, Liquidität (Handelbarkeit), Bonität, Wechselkursrisiken ...

I.d.R. werden Staatsanleihen der Industriestaaten (EWU, USA) als Referenzgröße herangezogen. Sie sind die liquidesten Titel. Ihre Rendite beinhaltet keine Risikoprämie für z.B. unternehmerische Risiken oder politische Risiken.

Spreads bleiben nicht stabil. Sie können sich ausweiten oder einengen. Die Folgen sind gravierend: Steigen die Spreads, z.B. wegen einer Bonitätsverschlechterung, an, steigen die Gesamrenditen, die Kurse fallen.

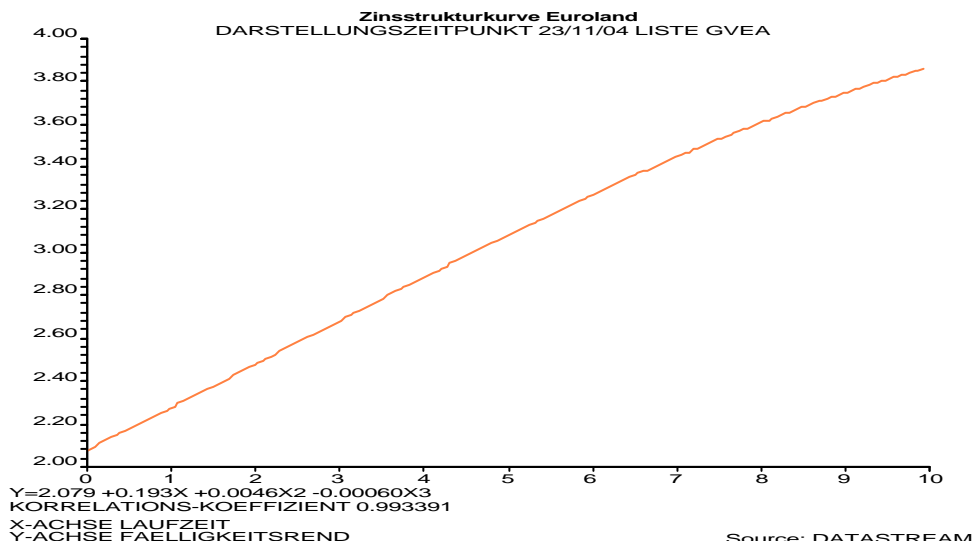
Umgekehrt können die Spreads auch sehr gezielt genutzt werden, um hohe Renditen im Portfolio einzuloggen und/oder durch geringere werdende Renditeaufschläge Kursgewinne zu erzielen.

Spreads können auch als Risikozuschläge gegenüber Anleihen von Industriestaaten aufgefasst werden.

Auch bei Anleihen gilt die Regel: Wer mehr Rendite will, muss bereit sein, höhere Risiken einzugehen.

Die Renditestrukturkurve für Euroland-Anleihen.

Schaubild 3.

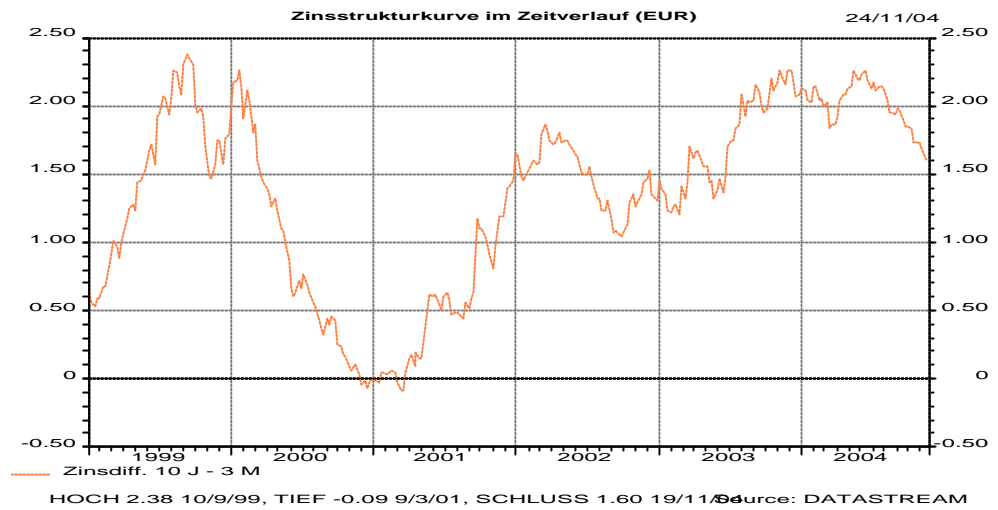


Steile Renditestrukturkuve.

Schaubild 4.

Hier: Renditedifferenz von 10-jährigen deutschen Staatsanleihen und dem Euro-Geldmarkt (3 Monate).

Die „Kurve“ ist seit Anfang 2001 deutlich steiler geworden.

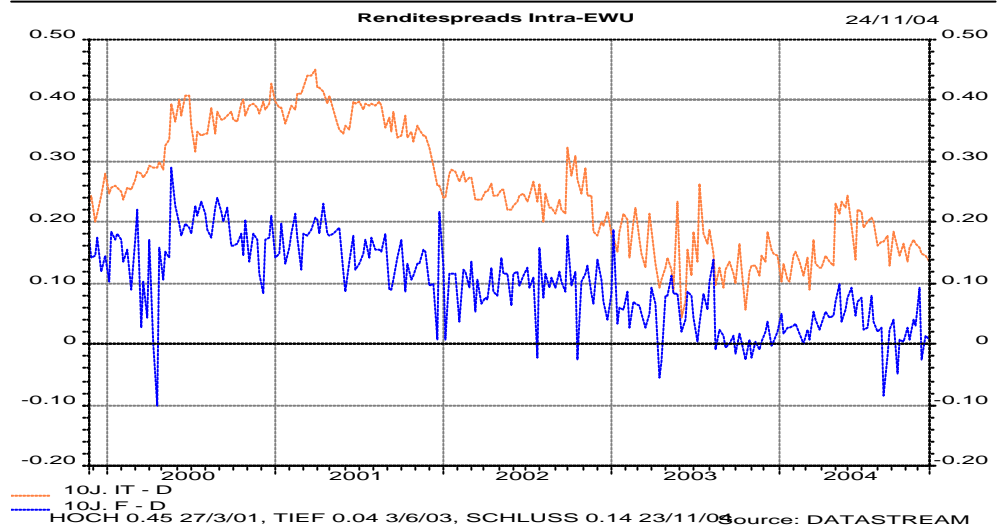


Höhere Renditen in den Nachbarländern.

Schaubild 5.

In Italien und Frankreich sind die Renditen normalerweise höher.

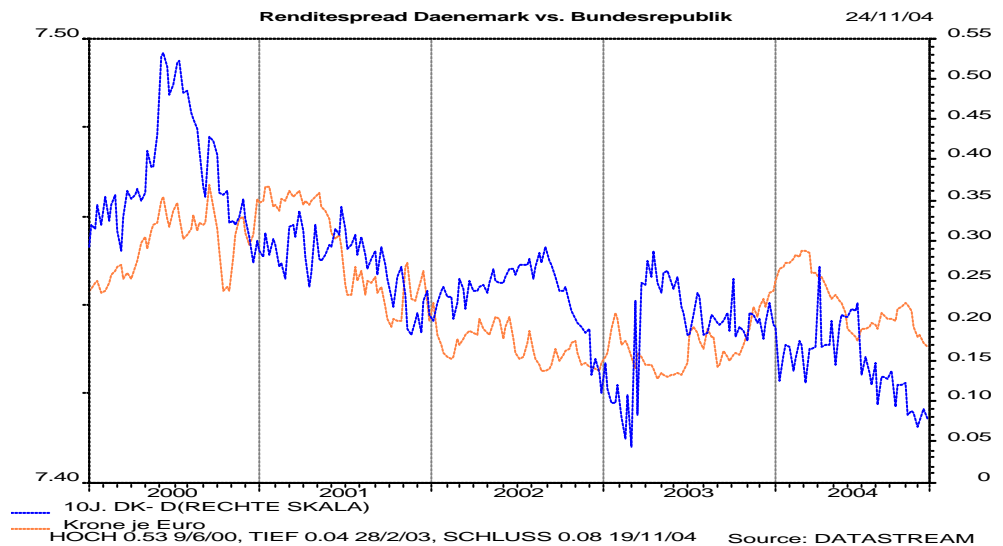
Hier: Spreads jeweils gegenüber deutschen Staatsanleihen.



Dänemark - stabiler Wechselkurs.

Schaubild 6.

Die Dänen-Krone schwankt zum Euro nur geringfügig, die Renditen sind höher.



3. Schritt zur Performanceverbesserung: Den eigenen Währungsraum verlassen.

Was auffällt:

- Die Renditeaufschläge italienischer Staatsanleihen lagen in der Historie über jenen französischer.
- Für beide Länder bewegten sie sich innerhalb enger Grenzen, wobei im Falle Italiens ein starker Konvergenzprozess im Vorfeld der Europäischen Währungsunion zu erkennen ist.

Anhand dieser Entwicklungen lassen sich einige Gründe für das Entstehen dieser Spreads selbst aufzeigen:

- **Wechselkurs:** Die Lira war, bei höheren Inflationsraten, höheren Wechselkurschwankungen unterworfen als D-Mark und Franc. Durch das mit der Lira verbundene höhere Abwertungsrisiko waren weniger Anleger bereit in diesen Anleihemarkt zu investieren. Die Renditen waren entsprechend höher und glichen dieses Risiko aus. Im Vorfeld der EWU ging der Markt auf Konvergenzkurs: Mit der Bekanntgabe des Umstellungsprozedere - und damit der Wechselkurse, mit denen die Teilnehmerwährungen zueinander fixiert wurden - war klar: Das Wechselkursrisiko entfällt. Aus dieser Sicht gab (und gibt) es keinen Grund mehr, eine wechselkursbedingte Renditeverwässerung zu befürchten. Kein Risiko - keine Risikoprämie.
- **Bonität:** Haben die Staaten unterschiedliche Bonitäten, führt das auch zu unterschiedlichen Renditen. Die von Moody's vergebenen Ratings verdeutlichen dies: Zwar haben die betrachteten drei Staaten alle ein so genanntes „Investment Grade“, aber Deutschland und Frankreich verfügen mit Triple A über die beste Bonität (vgl. Kasten 2, S.9).

Warum aber sind die Renditen in der Bundesrepublik niedriger als in Frankreich, einem Staat gleicher Bonität? Begründung:

- **Liquidität:** Bundesanleihen sind liquider als französische OATs, d.h. sie können (noch) leichter gehandelt werden. Auch werden den im Euroland gängigsten Instrumenten zur Absicherung von

Kursschwankungen („Hedging“) bevorzugt Bundesanleihen unterlegt. Auch das steigert die Liquidität, auch das ist es wert, dass höhere Kurse gezahlt werden als für vergleichbare Papiere im Nachbarland. Ergo sind die Renditen niedriger.

Beyond Euroland.

Liquidität und Bonität sind die Ansatzpunkte für höhere Renditen im Euroland. Im nächsten, dritten Schritt kommt der Wechselkurs ins Spiel. Das Euroland wird verlassen, der Blick richtet sich auf die außerhalb liegenden „Developed Markets“.

Am leichtesten fällt dies bei Anleihen, deren Wechselkurs nur geringe Schwankungen gegenüber der Heimatwährung aufweist. Beispiel: Dänemark. Die Krone wird von der dänischen Zentralbank mit geringen Schwankungen um den Euro stabilisiert. Das Wechselkursrisiko ist gering. Auch hier kann, bei gleich guter Bonität, ein Spread kassiert werden (vgl. Schaubild 6, S.6). Ein Spread, der zusätzlich auch durch die geringere Liquidität dänischer Anleihen begründet ist.

Anders US-Statsanleihen. Auf Jahre der Dollaraufwertung scheint nun eine Phase der Dollarschwäche zu folgen. Problem: Wer in US-Statsanleihen („Treasuries“) investiert, verliert,

Kasten 2. Glossar.

Bonität: Die Bonität drückt die Güte eines Kreditnehmers aus. Sie bezieht sich auf die Gefahr, dass ein Kreditnehmer/Schuldner seinen Zins- und/oder Tilgungsverpflichtungen nicht nachkommen kann. Je höher die Sicherheit, dass ein Schuldner seinen Verpflichtungen nachkommen kann, desto besser dessen Bonität.

Rating: So genannte Ratingagenturen, wie z.B. Standard & Poor's und Moody's, nehmen Bonitätsprüfungen vor und vergeben daraufhin eine „Rating“, ein Siegel, welches die Güte des jeweiligen Schuldners gemäß einer vorgegebenen Skala ausdrückt (vgl. S.8).

wenn der Dollar schwächer wird. Das müsste zumindest auf der anderen Seite aufgefangen werden: Mit einer höheren Rendite. Das ist aber nicht der Fall. Der Renditeaufschlag von US-Treasuries gegenüber Bundesanleihen hat sich über die zurückliegenden Jahre deutlich verringert. Über weite Teile der Jahre 2002, 2003 und 2004 notierten die Renditen sogar unterhalb jener des Eurolands. Wer in dieses Segment geht, muss auf eine deutliche Aufwertung des Dollars setzen. Zum Management der Anleihen tritt das Management der Wechselkurse.

Der Rendite-Kick.

Dennoch: Wer kein aktives Management in seinem Rentenportfolio vornimmt, wird sich auf lange Sicht mit einer jährlichen Durchschnittsrendite von ca. 5,5% zufriedengeben müssen.

Die gute Nachricht dabei: Diese Prognose bezieht sich nur auf ein breit gestreutes Rentenportfolio, das in Staatsanleihen innerhalb des G 5-Raums investiert. Höchste Zeit über einen Extra-Kick an Rendite nachzudenken. Auch hier heißt das Zauberwort: „Spreads“. Spreads, die an der Bonität des Emittenten selbst ansetzen. Der Rendite-Kick wird erkauf mit einem zunehmenden Risiko.

Spreads - der Rendite-Kick.

4. Schritt zur Performanceverbesserung: Den Rendite-Kick sichern mit Emerging Markets und Unternehmensanleihen.

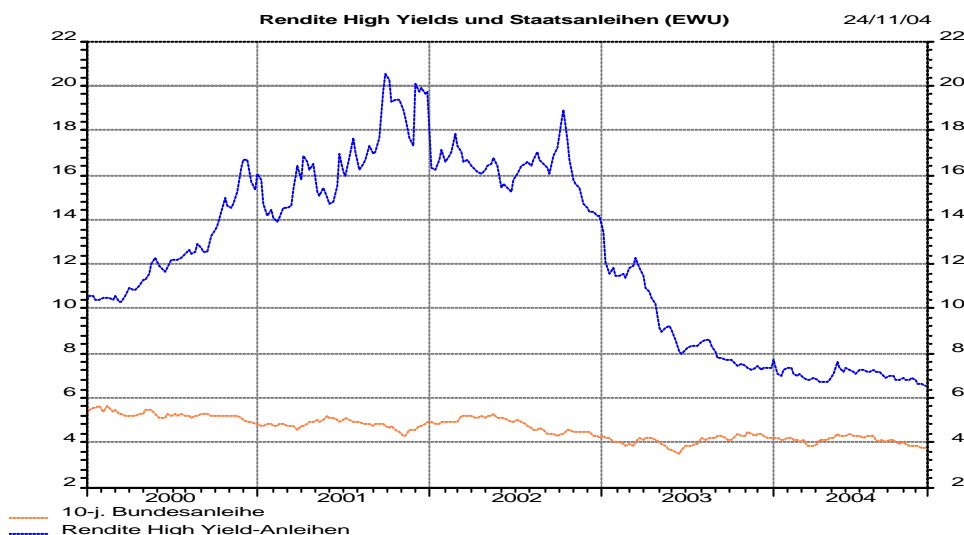
Kasten 3. Rating Kategorien.

	Moody's	Standard & Poor's
INVESTMENT GRADE	AAA	AAA
	Aa1 - Aa3	AA+ - AA-
	A1 - A3	A+ - A-
	Baa1 - Baa3	BBB+ - BBB-
SPECULATIVE GRADE	Ba1 - Ba3	BB+ - BB-
	B1 - B3	B+ - B-
	Caa - C	CCC - C

Hauptsächlich zwei Marktsegmente bieten sich an:

- Emerging Markets-Anleihen: Das sind Anleihen, die von Staaten der so genannten Emerging Markets emittiert werden. Gemessen an der „Messlatte“ des EMBI+, einem von J. P. Morgan veröffentlichten Index für eben die Emerging Markets, gehören dazu Staaten, deren Rating mit BBB- (Standard & Poor's) bzw. Baa3 (Moody's) oder besser angesetzt wurde.
- Unternehmensanleihen sind Anleihen, die von Unternehmen emittiert werden. Sie sind unmittelbar mit dem unternehmerischen (Kredit-)Risiko verbunden. Sie können alle Rating-Kategorien umfassen. Typischer-

Schaubild 7. Renditen auf Euro lautender High-Yield Anleihen und von AAA-Anleihen der EWU-Staaten.



Source: DATASTREAM

Tieferegehende Analysten zu Unternehmens- und Emerging Markets-Anleihen finden sich in „Bonds mit Kick (2) bis (4)“.

weise wird grob in „Investment Grade“ und „Speculative Grade“ unterschieden (vgl. Kasten 3, S.8).

Beiden Anleihearten ist gemeinsam, dass die mit ihnen verbundenen Ausfallrisiken an den jeweiligen Ratings ablesbar sind, was sich in den Spreads niederschlägt.

Summa Oeconomica.

- Bonds sind nicht gleich Bonds. Wer hier die Vorteile einer Rentenanlage nutzen und die Rendite optimieren will, wird sich nicht auf „Kaufen und Liegenlassen“ einlassen, und schon gar nicht auf eine einfache Fokussierung auf heimische Titel. Schon in den Nachbarländern Frankreich und Italien wird ja mehr geboten.
- Über den Tellerrand hinaus blicken heißt die Devisen- und je weiter der Blick, desto klarer tauchen Anleihen mit Rendite-Kick am Horizont auf.
- Mit den erhöhten Chancen steigt aber auch der Bedarf, das Rentenportfolio zu strukturieren, um die mit den Spreads verbundenen Risiken zu steuern.
- Mit den entsprechenden Investmentfonds lässt sich dies jedoch bequem steuern.
- Eine Möglichkeit ist das „Do It Yourself“: Je nach Anlegerprofil wird dem (Renten-) Kernportfolio, das aus Staatsanleihen besteht, ein Meinungsportfolio mit Kick beigefügt.
- Anders die All-Inclusive-Lösung: Investiert wird in einen Fonds, der in alle Teile des Rentenmarktes sehr flexibel investieren kann, womit die Expertise des Fondsmanagements in seiner Breite eingefordert wird, wie z.B. beim dit- Euro Bond Total Return (vgl. Investor’s Corner, S.10).
- Sicher ist: Gerade auch bei den Anleihen kommt es auf den Kick an. hjn

5. Schritt zur Performanceverbesserung: Die Mischung macht’s - auch das Rentenportfolio will strukturiert sein.

Kasten 4. Ratings gemäß Standard & Poor’s.

EWU-Staaten:

Belgien	AA+
Deutschland	AAA
Finnland	AAA
Frankreich	AAA
Griechenland	A
Irland	AAA
Italien	AA-
Luxemburg	AAA
Niederlande	AAA
Österreich	AAA
Portugal	AA
Spanien	AA+

EU (außerhalb EWU):

Dänemark	AAA
Großbritannien	AAA
Schweden	AAA

Sonstige Industriestaaten:

USA	AAA
Kanada	AAA
Australien	AAA
Japan	AA-
Norwegen	AAA
Schweiz	AAA

Emerging Markets:

Argentinien	SD
Brasilien	BB-
China	BBB+
Indonesien	B
Kolumbien	BB
Malaysia	A-
Mexiko	BBB-
Philippinen	BB
Polen	BBB+
Qatar	A+
Russland	BB+
Slowenien	AA-
Thailand	BBB+
Ungarn	A-
Uruguay	B
Venezuela	B

Stand: 24.11.2004.

Investor's Corner.

- dit-EURO RENTENFONDS (ISIN DE0008475047):
Der Fonds investiert überwiegend in auf Euro lautende verzinsliche Wertpapiere, die an einer Börse im Euro-Währungsraum notiert sind. Neben kontinuierlichen Zinserträgen sollen Kursgewinne bei Zinsänderungen erzielt werden.
- dit-Allianz RENTENFONDS (ISIN DE0008471400):
Der Fonds investiert in auf Euro lautende verzinsliche Wertpapiere. Diese müssen zum überwiegenden Teil in Deutschland ausgestellt sein. Neben kontinuierlichen Zinserträgen sollen Kursgewinne bei Zinsänderungen erzielt werden.
- dit-EUROPAZINS (ISIN DE0008476037):
Der Fonds investiert überwiegend in verzinsliche Wertpapiere, die auf eine europäische Währung lauten. Neben Zinserträgen sollen Kursgewinne bei Zinsänderungen erzielt werden. Zudem werden Zinsvorteile anderer europäischer Länder gegenüber dem Euro-Währungsraum ausgenutzt.
- INTERNATIONALER RENTENFONDS (ISIN DE0008475054):
Der Fonds investiert überwiegend in verzinsliche Wertpapiere in- und ausländischer Aussteller mit hoher Bonität. Durch Nutzung der Zinsvorteile und Kurschancen internationaler Märkte sollen kontinuierliche Zinserträge und Kapitalwachstum erzielt werden.
- dit-EMERGING MARKETS BOND FUND (ISIN IE0032828273):
Der Fonds investiert in ein diversifiziertes Portfolio internationaler Staats- und Unternehmensanleihen. Damit soll überdurchschnittlicher Kapitalzuwachs erzielt werden.
- dit-CORPORATE BOND EUROPA (ISIN LU0079919162):
Der Fonds investiert überwiegend in auf Euro lautende Unternehmensanleihen, darunter auch Anleihen mit einer Bonität von weniger als BBB-. Das durchschnittliche Rating im Portfolio beträgt jedoch stets mindestens BBB- (investment grade). Dadurch soll eine überdurchschnittliche Rendite bei gleichzeitig begrenztem Risiko erwirtschaftet werden.
- dit-CORPORATE BOND EUROPA HiYield (ISIN LU0110014080):
Der Fonds investiert überwiegend in auf Euro lautende Unternehmensanleihen mit einer Bonität von weniger als BBB- („below investment grade“) und nach Ansicht des Fondsmanagement attraktivem Kurspotenzial. Damit soll eine überdurchschnittliche Rendite in Euro erwirtschaftet werden.
- dit- EURO BOND TOTAL RETURN (ISIN LU0140355917):
Der Fonds erwirbt vorwiegend auf Euro lautende verzinsliche Wertpapiere mit Investment-Grade-Rating. Beigemischt werden kann eine breite Palette von Anleiheinstrumenten, darunter auch hochverzinsliche Unternehmensanleihen oder Schuldverschreibungen aus Schwellenländern. Damit soll eine im Vergleich zum Euro-Rentenmarkt überdurchschnittliche, risikoangepasste Rendite erzielt werden.

Die von uns genannten Fonds verstehen sich als Portfoliobeimischung, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Risiko-/Ertragsziels des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie direkt bei Ihrem Anlageberater oder beim dit.

Von den in dieser Publikation erwähnten Fonds sind die nachfolgend aufgeführten Fonds nicht zum öffentlichen Vertrieb in Österreich zugelassen: dit-Dresdner Emerging Markets Bond Fund, dit-Euro Bond Total Return.