

Asset Allocation.

Vor oder hinter der „Kurve“? - Strategien mit Renten(-fonds).

Bonds mit Kick (7).

Dezember 2004.

dit | Allianz Dresdner
Global Investors

Vor oder hinter der „Kurve“?- Strategien mit Renten(-fonds).

Inhalt.

Auf der Kurve	3	Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter www.dit.de bzw. www.dit.at Rubrik: Service/Marktanalysen.
In front of the curve	4	Alle Publikationen sind abonnierbar unter www.dit.de/apps/newsletter/dit/newsletter.html
Strategien mit Staatsanleihen	5	Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von Thomson Financial Datastream .
Die zwei Seiten des Total Return	8	
Investor's Corner	8	

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.

Vor oder hinter der „Kurve“?- Strategien mit Renten(-fonds).

Wo liege ich eigentlich: Vor oder hinter der „Kurve“?, ist die ewig gleiche und doch immer wieder spannende Frage eines jeden Investors in Staatsanleihen. Und so rückt auch hier die Zinsstrukturkurve in den Vordergrund.

Vgl.: „Bonds mit Kick (6):
Bewertungen und
Sensitivitätsmaße von
Anleihen.“

Wurden mit „Bewertungen und Sensitivitätsmaßen“ in der vorherigen Ausgabe dieser Publikationsreihe noch die Deckel gelupft um zu sehen, mit welchen Größen u.a. das Rentenfondsmanagement operiert, so geht es jetzt ans Eingemachte: Mögliche Strategien mit Staatsanleihen. Sei es, um das Zinsänderungsrisiko bei Anleihen zu verringern, sei es, um gezielt Position zu beziehen und Chancen zu nutzen.

Dabei geht es zunächst nur um Staatsanleihen („Renten“) bester Bonität und gleicher Währung, beispielhaft Euro-Anleihen. Zum Abschluss wird dann noch ein Blick auf die Möglichkeiten mit Währungen und unterschiedlichen Emittenten/Bonitäten geworfen.

Auf der Kurve.

Strategien mit Anleihen setzen direkt an der Zinsstrukturkurve an. Sie lässt sich in die drei Grundtypen „normal“, „flach“ und „invers“ aufteilen (vgl. Kasten 1 und Schaubild 1, S.4). Der Regelfall ist die normal verlaufende Kurve: Mit zunehmender Laufzeit steigen die Renditen an. Je länger ein Investor Fremdkapital zur Verfügung stellt, desto länger muss er auf den Konsum verzichten und desto stärker setzt er sich dem Zinsänderungsrisiko aus, sollte er vor Endfälligkeit verkaufen wollen. Das will bezahlt werden. Aber auch eine inverse Kurve ist vorstellbar und wurde schon beobachtet. Was verwundert: Je länger die Laufzeiten, desto geringer die erzielbaren Renditen. Eine denkbare

Begründung dafür ist z.B., dass die Zentralbank mit hohen Zinsen die Inflation bekämpft. Die kurzen Laufzeiten steigen mit den hohen Leitzinsen des Währungshüters. Die Investoren erwarten in Folge der rigiden Geldpolitik sinkende Inflationsraten. Die nominalen Renditen von Anleihen mittlerer und längerer Laufzeiten sinken. Soweit der Blick „auf die Kurve“.

Kasten 1. Zinsstrukturkurve.

Die Zinsstrukturkurve stellt die internen Zinsfüße einer Nullkuponanleihe (Zero-Bond) in Abhängigkeit von der Dauer der Anlage bei Zero-Bonds der gleichen Bonitätsklasse dar. Klartext: Sie ordnet jedem Zero-Bond einen laufzeitenkongruenten Zinssatz zu, zu dem die jeweilige Nullkuponanleihe auf den Barwert im Ausgangszeitpunkt abdiskontiert wird. Im Praxisfall werden die entsprechenden Renditen von Staatsanleihen über das Laufzeitenspektrum genommen.

Je nach Steigung der Zinsstrukturkurve wird in drei Arten unterschieden:

Normal: Die Zinsen steigen mit den Laufzeiten an.

Flach: Die Zinsen sind über alle Laufzeiten gleich.

Invers: Mit zunehmender Restlaufzeit sinken die Zinsen.

„In front of“ or „behind the curve“ - that's the question.

Wer jedoch an den Anleihemärkten eine aktive Rolle einnehmen will, muss „vor der Kurve“ liegen: Er muss die Änderung erkennen, noch bevor sie eintritt - sonst liegt er nicht „vorn“ sondern „hinten“.

Konjunktur- und Inflationserwartungen können sich entlang der gesamten Zinsstrukturkurve auswirken.

Geldpolitik.

Eng verbunden mit diesen Fragen sind die Erwartungen bzgl. der Zentralbankpolitik. Mittels ihrer Geldpolitik beeinflusst die Zentralbank den Geldmarkt (kurze Laufzeiten; z.B. Zinssatz für Dreimonatsgeld) unmittelbar, da ihre geldpolitischen Instrumente hier ansetzen.

Aber auch die Renditen mittlerer und längerer Laufzeiten können von ihr, mittelbar, bewegt werden.

Die Bildung der Renditen mittlerer Laufzeiten hängt aufs Engste mit der erwarteten Geldpolitik zusammen. Die Erklärung dahinter ist ein so genanntes Arbitragegleichgewicht.

Beispiel: Die Renditen für sechs und für zwölf Monate sind bekannt. Wird ein Geldbetrag heute für ein halbes Jahr angelegt, dann muss sich bei einer Wiederanlage in sechs Monaten auf weitere sechs Monate der gleiche Ertrag ergeben wie bei einer Alternativanlage im Ausgangszeitpunkt auf insgesamt zwölf Monate. Zumindest wenn der zum Zeitpunkt der Wiederanlage geltende Zins zu diesem Zweck per Termingeschäft gesichert wird. Ist dies nicht der Fall, können die Ertragsdifferenzen ohne

In front of the curve.

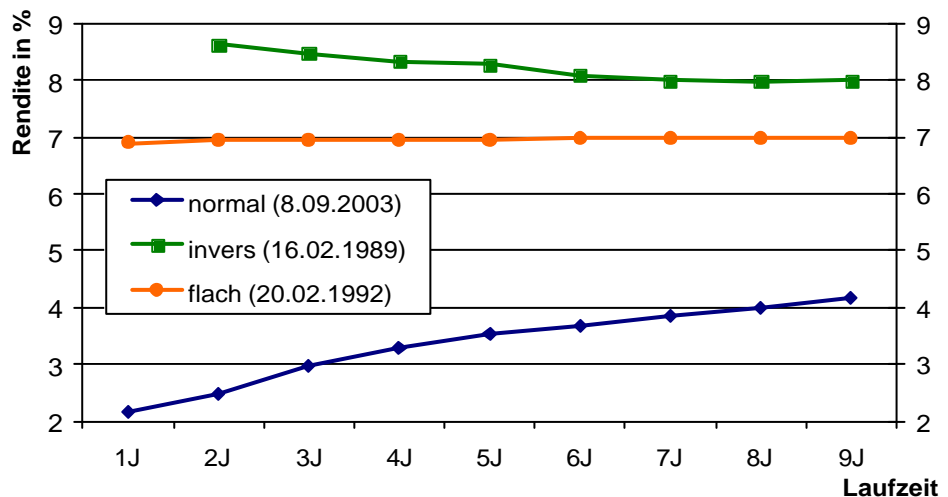
Wie aber vor die Kurve kommen? Wie erkennen, ob die Renditen z.B. über alle Laufzeiten gleichermaßen steigen bzw. fallen oder ob es zu einer Drehung kommt? Es geht um die Erwartungsbildung.

Erwartungsbildung.

Im Mittelpunkt steht die Frage: Wohin treibt die Konjunktur? Gibt es Wachstum oder Rezession? Laufen die Produktionskapazitäten heiß und steigen die Preise, oder wird nur mit geringer Auslastung (und hoher Arbeitslosigkeit) produziert, so dass die Firmen Mühe haben die Preise zu halten, statt sie zu senken? Dazu die Frage: Steigt oder fällt die Nettokreditaufnahme des Staates? D.h.: Muss das Finanzministerium mehr oder weniger Anleihen als erwartet emittieren? Der Kapitalbedarf der öffentlichen Hand wirkt unmittelbar auf die Renditen.

Arten der Zinsstrukturkurve.

Schaubild 1.



Butterfly.

Risiko arbitriert werden. Bei effizienten Kapitalmärkten sind derartige „free lunches“ i.d.R. nicht möglich.

Aus diesem Arbitragegleichgewicht lässt sich der (implizite) Terminsatz errechnen, der für eine Anlage in sechs Monaten für sechs Monate gezahlt wird.

Jetzt ändern sich die Erwartungen. Die Signale der Zentralbank scheinen auf eine zukünftige Lockerung zu stehen. Die Zinsen morgen würden gegenüber den heutigen sinken, was zu ebenfalls sinkenden Terminalsätzen führt. Wird die Senkung in sechs Monaten erwartet, sinkt der Terminsatz für Sechsmonatsgeld. Bei einem unveränderten, aktuellen Satz für Sechsmonatsgeld heute, muss - Arbitragegleichgewicht vorausgesetzt - auch der Zwölfmonatssatz sinken. Die Zentralbank kann also über die Erwartungsbildung auch Zinsen beeinflussen, die sie mit ihren geldpolitischen Instrumenten nicht direkt steuern kann.

Aber nicht nur das. Die Lockerung der Zinsen kann auch einen erwarteten Inflationsrückgang der Zentralbanker signalisieren. Sinkende Inflationserwartungen wirken sich dann auch auf die längeren Laufzeiten aus. Dadurch können auch die Kurse von Anleihen mit längeren Laufzeiten steigen - und die Renditen sinken.

Vgl.: „Bonds mit Kick (6)“: „Bewertungen und Sensitivitätsmaße von Anleihen.“

Parallelverschiebung.

Die Kurve in Bewegung.

Die Zinsstrukturkurve ist (fast) immer in Bewegung. Zwei Bewegungsmuster lassen sich dabei unterscheiden, an denen strategische Überlegungen ansetzen (vgl. Schaubilder 3-5, S.6):

- Die Verschiebung der Kurve.
- Die Drehung.

Bei der Verschiebung kann es sich um eine Parallelverschiebung handeln, aber auch um einen „Butterfly“, d.h. eine Veränderung der Krümmung der Zinsstrukturkurve.

Bei der Parallelverschiebung steigen bzw. fallen die Zinsen über alle Laufzeiten in gleichem Maße an.

Im Falle eines Butterflys verhalten sich die mittleren Laufzeiten anders als die kurzen und langen Laufzeiten. Von einem positiven Butterfly ist die Rede, wenn es bei den kurzen und langen Laufzeiten zu Zinsanstiegen kommt, während bei den mittleren Laufzeiten die Zinsen sinken. Umgekehrt der negative Butterfly: Die Zinsen der mittleren Laufzeiten steigen, in allen anderen Bereichen fallen sie.

Die Drehung kennt sowohl eine Abflachung als eine Versteilerung.

In beiden Fällen nehmen die so genannten „Laufzeitenspreads“, d.h. die Renditeabstände zwischen den einzelnen Laufzeiten, ab (Abflachung) bzw. weiten sich aus (Versteilerung). Der Dreh kann dabei am kurzen und auch am langen Ende der Kurve ansetzen.

Strategien mit Staatsanleihen.

Strategien, welche an Änderungen der Zinsstrukturkurve ansetzen, können an zwei Punkten wirken:

- der Duration,
- den Laufzeiten der Anleihen.

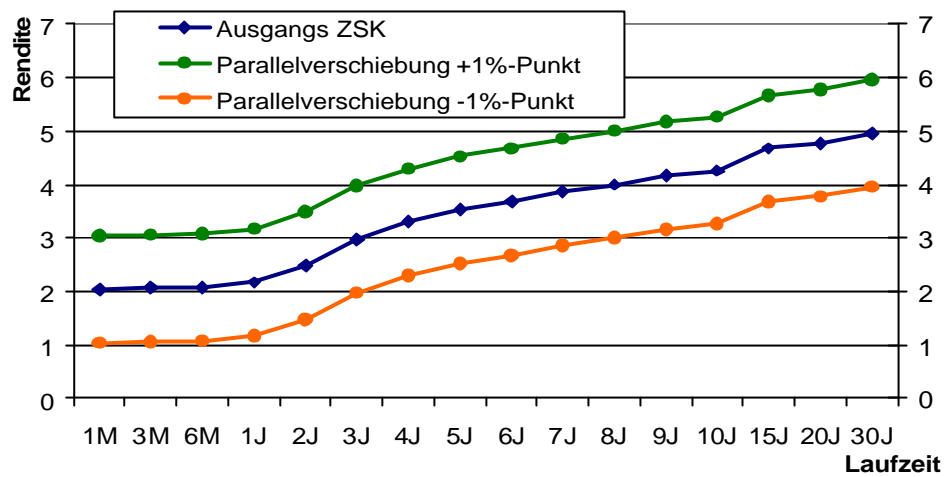
Duration.

Die Duration eines Anleihenportfolios kann gezielt verkürzt oder verlängert werden, je nach den Erwartungen des Investors. Es wird die Kurssensitivität genutzt, mit der das Portfolio auf eine Veränderung des Zinsniveaus reagiert. Hat ein Portfolio z.B. eine Duration von 4,5 Jahren und wird ein Rückgang des Zinsniveaus um einen Prozentpunkt (was 100 Basispunkten entspricht) erwartet, führt eine Verlängerung der Duration auf 5,5 zu einem zusätzlichen Gewinn von 100 Basispunkten, denn: Fällt das Zinsniveau um einen Prozent, dann steigt der Kurs des Portfolios entsprechend der Duration um 4,5%. Wurde die Duration, wie im Beispiel, verlängert, fällt ein entsprechend höherer Kursgewinn an.

Zu beachten ist: Da das Konzept der Kurssensitivität von einer Anleihe auf ein ganzes Portfolio übertragen wurde, heißt dies implizit auch, dass die Strategie von einer Parallel-

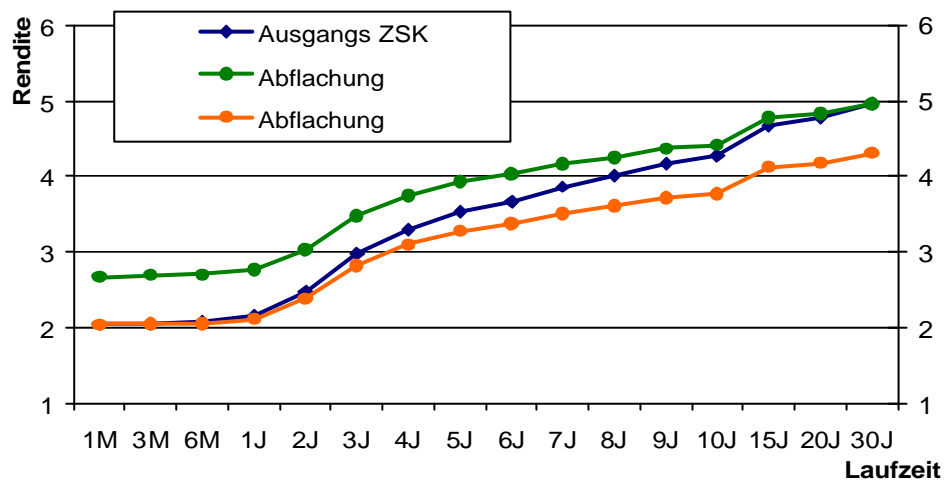
Bewegungsmuster der Zinsstrukturkurve: Parallelverschiebung, ...

Schaubild 2.



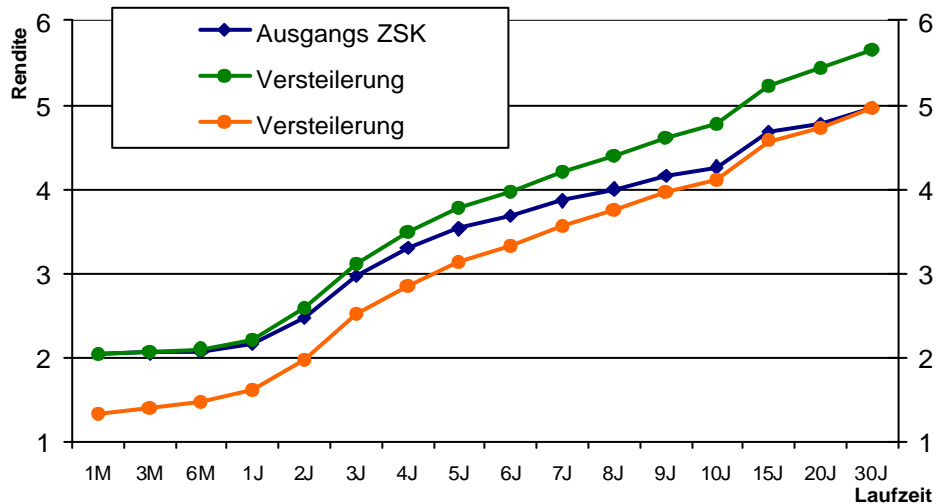
... Abflachung ...

Schaubild 3.



... und Versteilerung.

Schaubild 4.



verschiebung der Zinsstrukturkurve ausgeht, d.h. die Rendite einer Anleihe mit fünf Jahren Laufzeit steigt/fällt ebenso um einen Prozent, wie die Rendite einer sechs-, einer siebenjährigen ... usw.

Laufzeiten.

Anders Strategien mit Laufzeiten: Hier wird nicht die Duration eines gesamten Portfolios über alle Laufzeiten hinweg verändert, sondern es kommt zu gezielten Über-/Untergewichtungen einzelner Laufzeiten. Drei Strategietypen lassen sich unterscheiden:

- Bullet („Kugel“),
- Barbell („Hantel“),
- Ladder („Leiter“).

Die Bullet-Strategie setzt einen Schwerpunkt auf ein bestimmtes Laufzeitensegment (z.B. die mittleren Laufzeiten), oder auf wenige, aufeinander folgende Laufzeiten (z.B. Restlaufzeiten zwischen sieben und neun Jahren). Die Barbell-Strategie setzt Schwerpunkte an zwei unterschiedlichen Segmenten der Zinsstrukturkurve. So können Übergewichtungen z.B. bei Laufzeiten von fünf und von acht Jahren vorgenommen werden. Anders die „Ladder“, die „Leiter“: Sie setzt keine Schwerpunkte auf bestimmte Laufzeiten, sondern teilt das Portfolio mit gleichen Anteilen auf alle Laufzeiten auf.

Die geeignete Strategie wird entsprechend der jeweiligen Zinsänderungserwartungen ausgewählt.

Geht der Investor z.B. davon aus, dass die Zentralbank für längere Zeit die Geldmarktzinsen stabil halten wird, kann es sich lohnen, bei einer „normalen“ Zinsstrukturkurve in mittlere Laufzeiten zu investieren. Er nutzt dadurch den so genannten „Roll-Down-The-Yield-Curve-Effekt“, oder auch Zeiteffekt: Mit dem Ablauf der Zeit verringert sich die Restlaufzeit der Anleihen, die Abzinsung verringert sich, die Anleihen nähern sich ihrem Rückzahlungskurs an und steigen im Wert.

Wichtig bei allen Strategien ist jedoch, dass es keine generellen Aussagen gibt, welche Strategie bei welcher (erwarteten) Zins-

änderung vorteilhafter gegenüber den anderen ist. Dies kann nur durch eine Simulationsanalyse im Vorfeld festgestellt werden.

Weitere Strategien mit Anleihen.

Wurden bisher nur Strategien vorgestellt, die an der Zinsstrukturkurve ansetzen, geht es jetzt um den (Rendite-)Kick im Portfolio. Dieser kann durch unterschiedliche Währungen und Bonitäten kommen.

Währungen.

Auf andere Währungen, z.B. US-Dollar, lautende Anleihen können gegenüber den Anleihen des eigenen Staates über einen Renditeaufschlag („Spread“) aufweisen. Gründe dafür gibt es viele: Ein höherer Kapitalbedarf, eine andere Inflationserwartung, erwartete Schwankungen des Wechselkurses ...

Dies lässt sich nutzen. Zum einen wenn der Anleger die Aufwertung der Fremdwährung erwartet. Tritt diese ein, erzielt er neben der höheren Rendite auch noch einen Gewinn aus dem Wechselkurs. Zum anderen, wenn der Anleger auf einen stabilen Wechselkurs setzt, also nicht erwartet, dass der Renditevorteil durch einen Wechselkursnachteil (Abwertung der Fremdwährung) wieder aufgefressen wird. International allozierende Rentenfonds bieten sich hier für das Portfolio an, oder z.B. Fonds, die in Staaten mit Konvergenzphantasie Richtung Euroland investieren.

Spreadstrategien.

Dabei kann neben erwartete Wechselkursgewinne und/oder das Einloggen höherer Renditen mit Staatsanleihen anderer Länder, auch gezielt auf die Veränderung der Renditedifferenz („Spread“) zwischen Anleihen gesetzt werden.

Renditeunterschiede zwischen Anleihen, die auf gleiche Währung lauten, setzen an der altbekannten Formel an: Je niedriger die Bonität, desto höher die Rendite.

Bullet, Barbell & Ladder.

S.a.: „Bonds mit Kick (1): Grundlagen“.

Erwartungen bestimmen Strategie.

Vgl.: „Bonds mit Kick (6)“: „Bewertungen und Sensitivitätsmaße von Anleihen.“
Besonders S.6 zum Zeiteffekt.

S.a.: „Bonds mit Kick (2-4)“ zu Unternehmens- und Emerging Markets-Anleihen.

Die Bonität kann sich dabei auf Staaten (Industriestaaten vs. Emerging Markets) wie auch Unternehmen (z.B. Staatsanleihen vs. Unternehmensanleihen mit Investment Grade oder Speculative Grade) beziehen. Spreadstrategien setzen dabei an zwei Intentionen des Anlegers an:

- Erzielen einer höheren Rendite, oder:
- Kursgewinne durch Spreadeinengung.

Steht eine höhere Rendite im Vordergrund der Investitionsentscheidung, dann setzt der Investor auf einen unveränderten Renditeaufschlag. Er investiert bspw. einen Teil seines Geldes in Emerging Markets- oder Unternehmensanleihen, um damit seine Rendite gegenüber Staatsanleihen zu verbessern. Setzt er (zusätzlich) auf Kursgewinne, wird er eine Verringerung des Risikoaufschlags, d.h. des Spreads erwarten. Das kann z.B. der Fall sein, wenn sich die Finanzlage des Unternehmens verbessert und damit auch die Ausfallwahrscheinlichkeit der Anleihe geringer wird. I.d.R. kommt es dann zu einer Anhebung der Bonität und einem sinkenden Spread. Was passiert: Sinkt der Risikoaufschlag während die Rendite der (Referenz-)Staatsanleihe unverändert bleibt, dann steigt der Kurs der Anleihe.

Die zwei Seiten des Total Return.

Bei Licht betrachtet setzen alle Anleihestrategien an den beiden Seiten des „Total Return“ an, der Maximierung des

- Kurs- und des
- Zinsgewinns.

Ob die Strategien nur an der Zinsstrukturkurve ansetzen, oder auch Währungsschwankungen und Renditedifferenzen einbeziehen, die richtige Fondspalette (vgl. Investor's Corner) und die entsprechende Expertise des Managements sind dabei entscheidend.

hjn

Investor's Corner.

Mit den hier genannten Investmentfonds kann das Rentenportfolio je nach Risiko- und Laufzeitenpräferenz strukturiert werden.

Euroland:

- dit-EURO RENTENFONDS (ISIN DE0008475047),
- dit-EURO RENTENFONDS K (ISIN DE0008475187).

Europa:

- dit-EUROPAZINS (ISIN DE0008476037).

Welt:

- INTERNATIONALER RENTENFONDS (ISIN DE0008475054),
- INTERNATIONALER RENTENFONDS K (ISIN DE0008475195),
- dit-BONDSPEZIAL (ISIN LU0006245863),

Emerging Markets als Beimischung:

- dit-EMERGING MARKETS BOND FUND (ISIN IE0032828273).

Unternehmensanleihen als Beimischung:

- dit-CORPORATE BOND EUROPA (ISIN LU0079919162),
- dit-CORPORATE BOND EUROPA HiYield (ISIN LU0110014080).

Ein Fonds, der sich aufgrund seiner **flexiblen Anlagestrategie** nicht in ein bestimmtes Schema pressen lässt, ist der

- dit-EURO BOND TOTAL RETURN (ISIN LU0140355917).

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 diesem „Dynamic Investment Trends“ erwähnten Fonds sind nur die folgenden zum öffentlichen Vertrieb in Österreich zugelassen: dit-EURO RENTENFONDS, dit-EURO RENTENFONDS K, dit-EUROPAZINS, INTERNATIONALER RENTENFONDS, dit-CORPORATE BOND EUROPA, dit-CORPORATE BOND EUROPA HiYield.