

7. aktualisierte Auflage



PortfolioPraxis

# Bonds mit Kick

März 2009

Deutschlands globaler Fondsmanager.

**Allianz** 

Global Investors



## Inhalt

Grundlagen	3
Unternehmensanleihen – darf's ein bisschen mehr sein?	11
Unternehmensanleihen – eine Klasse für sich?	17
Emerging Markets-Anleihen – hohe Renditen und große Risiken	22
Rentenbenchmarks – alles andere als Langweiler	33
Bewertung und Sensitivitätsmaße von Anleihen	43
Vor oder hinter der Kurve? – Strategien mit Renten(-fonds)	48
Real Return!	54
Exkurs: Indexierte Anleihen und Inflationserwartungen	58
Investor's Corner	60

# 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 unter anderem durch ihre unterschiedlichen Laufzeiten und ihre jeweiligen Emittenten. Wer durch den Dschungel an Investitionsmöglichkeiten blickt, kann die Unterschiede dieses Marktsegmentes profitabel nutzen und seinem Anleihenportfolio 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 einzelne Schritt führt zu mehr Renditemöglichkeiten. Last but not least wird gezeigt, wie sich diese Schritte mittels Rentenfonds sehr komfortabel gehen lassen.

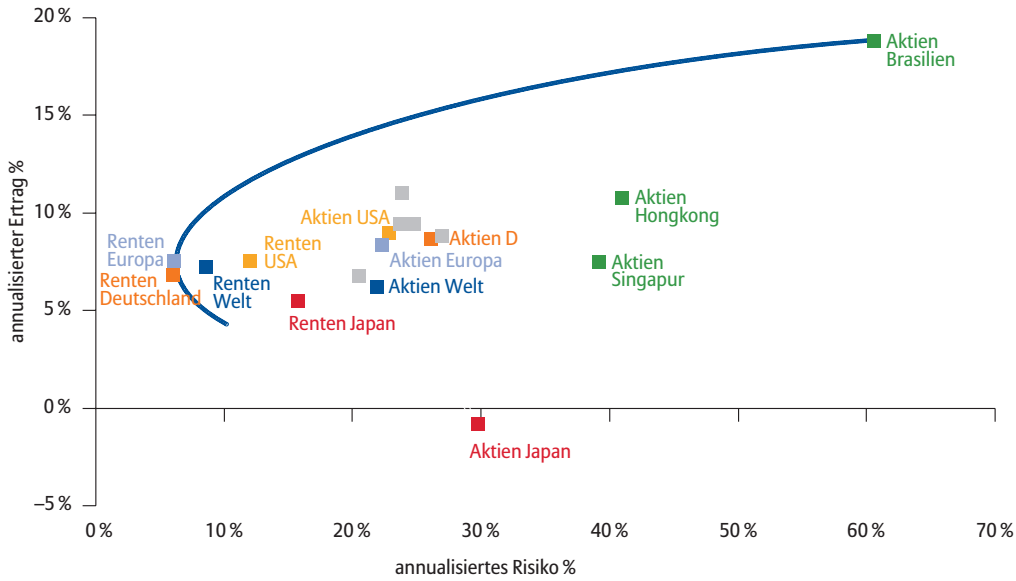
## Anleihen sind nicht gleich Anleihen

Dass Anleihen nicht gleich Anleihen sind, aber auch nicht die Schwankungsanfälligkeit

### 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 hinausblicken heißt die Devise – 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 erreichen.
- Eine Möglichkeit ist das „Do it yourself“: Je nach Anlegerprofil wird dem (Renten-) Kernportfolio, das aus Staatsanleihen besteht, ein Meinungsportfolio mit Kick beigelegt.
- 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 zum Beispiel beim Allianz dit-Euro Bond Total Return (vgl. Investor's Corner).
- Sicher ist: Gerade bei den Anleihen kommt es auf den Kick an.

Schaubild 1: Ertrag und Risiko von Aktien und Anleihen



Das Risiko-Ertrag-Diagramm zeigt: Bei der ganzen Fülle an Anlage-möglichkeiten waren Staatsanleihen die Anlageform mit dem geringsten Risiko. Zeitraum: 1988–2008; währungsbe-reinigt in Euro. Das Risiko wurde gemessen an der Volatilität der Kurse.

Quelle: Datastream, Berechnung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse

keit von Aktien aufweisen, machen die Schaubilder 1 und 2 klar:

- Schaubild 1 zeigt Ertrag und Risiko unterschiedlicher Aktien- und Anleihsen-segmente im langfristigen Vergleich. Schon der Vergleich deutscher, europäischer und internationaler Renten zeigt, dass es auch im Rentensegment zu unterschiedlichen Risiko-Ertrag-Profilen kommt.
- Schaubild 2 verdeutlicht die unterschiedliche Wertentwicklung von Aktien und Anleihen von 1989 an. Was sofort auffällt, ist, dass Anleihen im Betrachtungszeit-raum von 1989 an nur zweimal eine negati-ve Performance aufwiesen. Bei Aktien war dies insgesamt siebenmal der Fall, und das mit deutlich 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 eine Aussage gemeinsam: Anleihen sind weniger anfällig für Schwankungen als Aktien. Kein Wunder, dass Anleihen gerade in unruhigen Zeiten an den Kapitalmärkten ein Revival erleben, nachdem sie noch während der TMT-Hausse zu den wenig beachteten „Schmuddelkin-dern“ zählten.

## Ausgangspunkt: Vater Staat

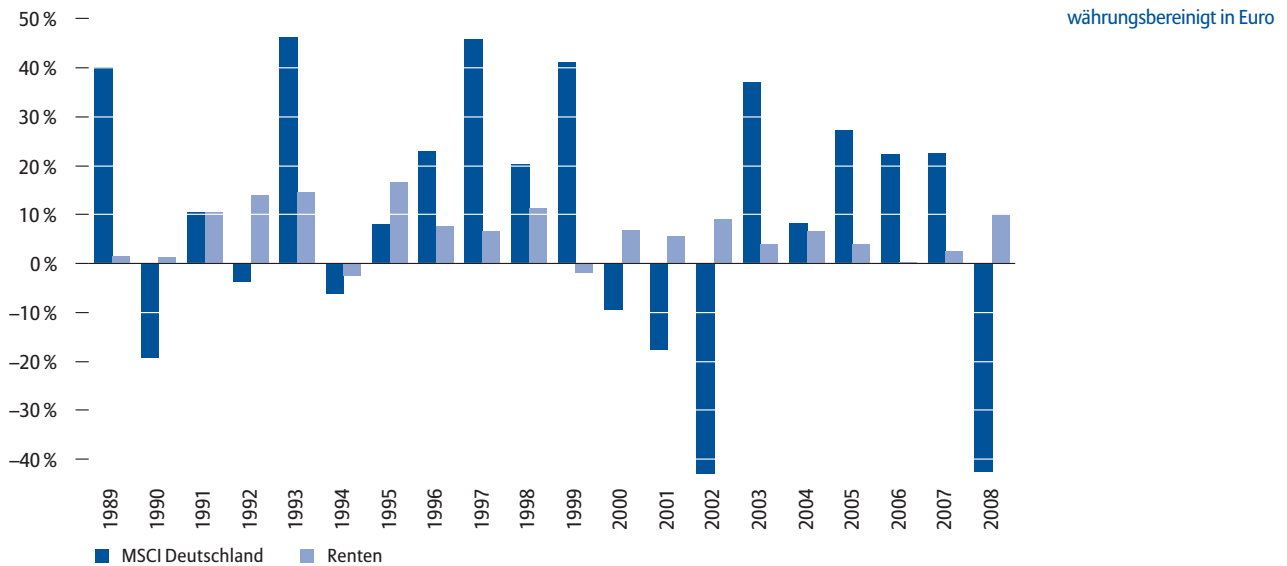
Ausgangspunkt jeder Strategie mit Bonds sind zuerst die Staatsanleihen. Da sie die öffentliche Hand als Emittenten haben, unterliegen sie entsprechend deren Boni-tät und sind, anders als zum Beispiel Unternehmensanleihen, frei von unter-nehmerischen Risiken (allerdings auch Chancen!).

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:

- „normal“: Die Renditen steigen mit zuneh-mender Restlaufzeit der Anleihen. Es erge-ben sich „Laufzeitenprämien“ (vgl. Schau-bilder 3 und 4).
- „flach“: Die Renditen der Anleihen sind bei unterschiedlichen Restlaufzeiten nahezu gleich.
- „invers“: Die Renditen sinken mit zuneh-mender Restlaufzeit. Ein seltenes, aber dennoch beobachtbares Phänomen: Ist

Schaubild 2: Wertentwicklung von Aktien und Renten



Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

die Geldpolitik der Zentralbank sehr restriktiv und sind 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.

## Liegt der Markt richtig?

Die Renditen, beziehungsweise 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 zum Beispiel, anders als der Markt, steigende Inflationsraten erwartet, 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 verdeutlicht dies. Es stellt die Renditedifferenzen französischer und italienischer Staatspapiere zu deutschen Anleihen gleicher Laufzeit dar.

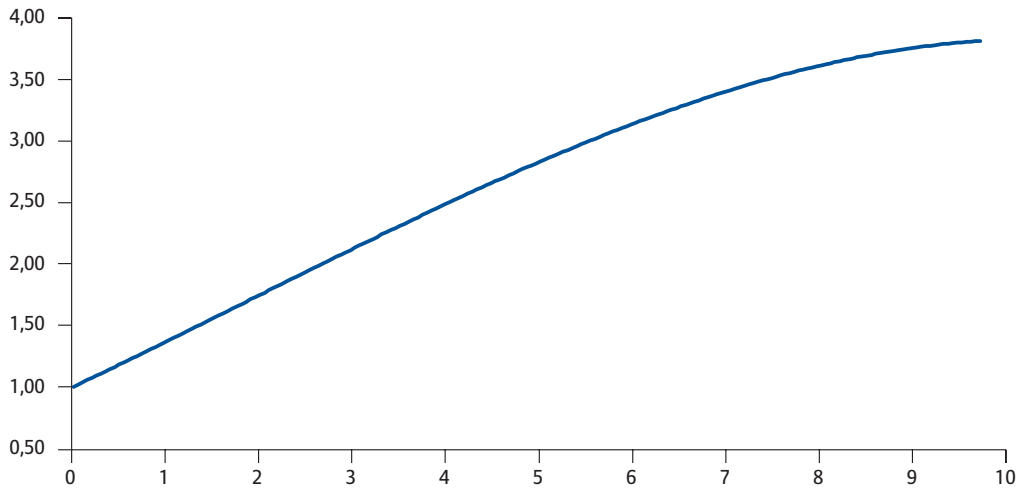
Was auffällt:

- Die Renditeaufschläge italienischer Staatsanleihen lagen in der Historie über denen aus Frankreich.

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

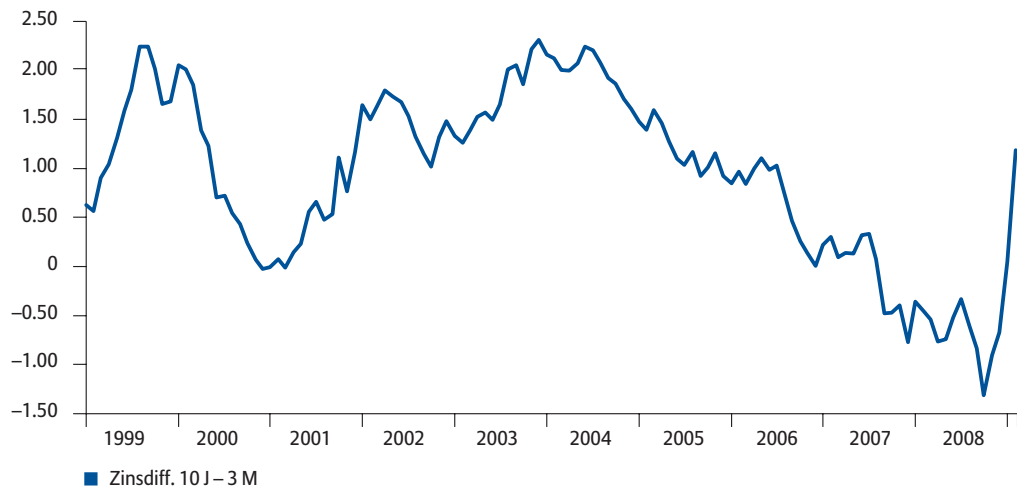
2. Schritt zur Performanceverbesserung: Spreads innerhalb der EWU nutzen.

Schaubild 3: Die Renditestrukturkurve für Euroland-Anleihen



Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

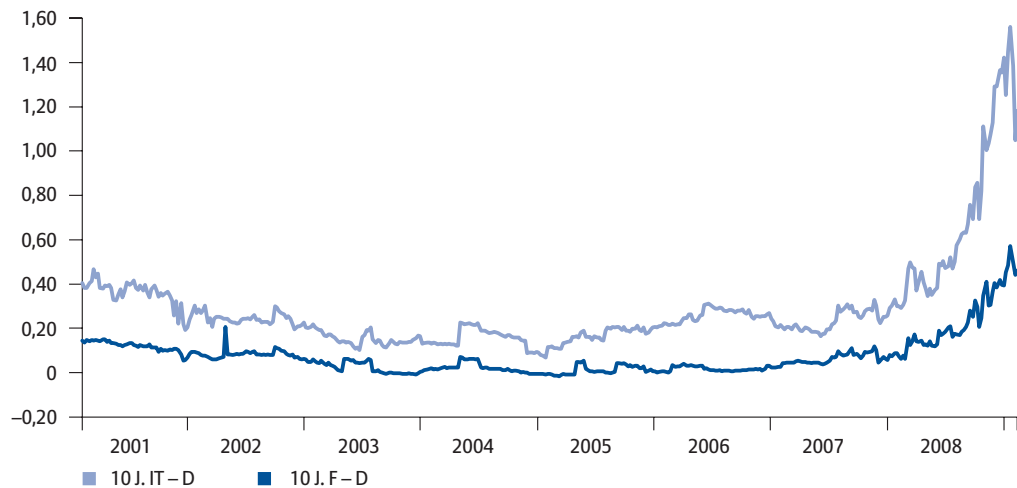
Schaubild 4: Renditestrukturkurve



Renditedifferenz von zehnjährigen deutschen Staatsanleihen und dem Euro-Geldmarkt (3 Monate).

Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

Schaubild 5: Höhere Renditen in den Nachbarländern

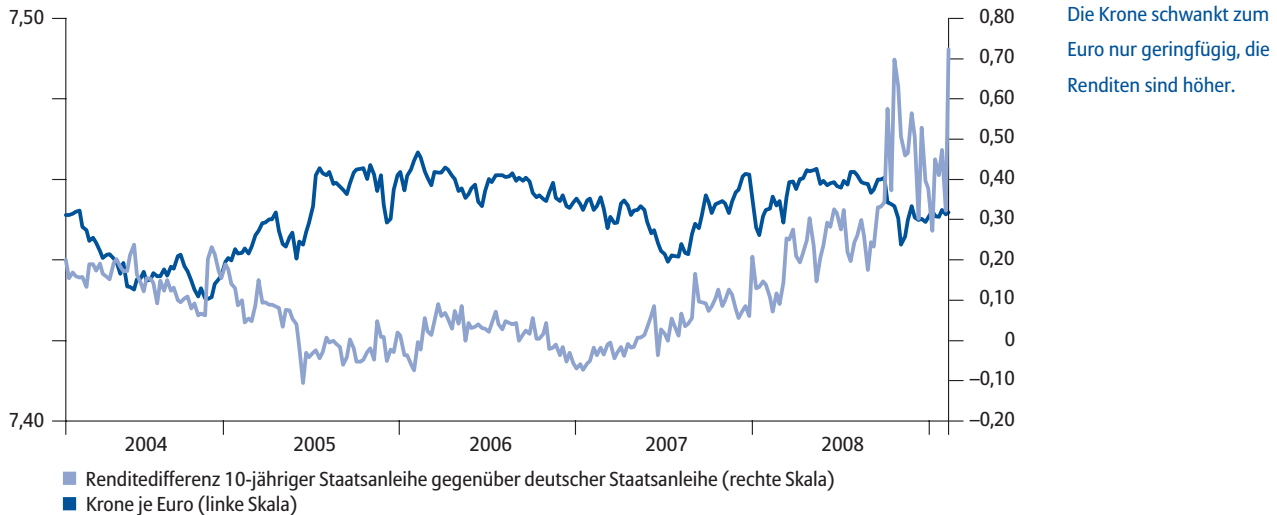


In Italien und Frankreich sind die Renditen normalerweise höher.

Spreads jeweils gegenüber deutschen Staatsanleihen.

Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

Schaubild 6: Dänemark – stabiler Wechselkurs



Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

### 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 ...

In der Regel werden Staatsanleihen der Industriestaaten (EWU, USA) als Referenzgröße herangezogen. Sie sind die liquidesten Titel. Ihre Rendite beinhaltet keine Risikoprämie für zum Beispiel unternehmerische oder politische Risiken.

Spreads bleiben nicht stabil. Sie können sich ausweiten oder einengen. Die Folgen sind gravierend: Steigen die Spreads zum Beispiel 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 geringer 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.

- In beiden Ländern bewegten sie sich bis Sommer 2008 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 von Spreads aufzeigen:

- **Wechselkurs:** Die Lira war, bei höheren Inflationsraten, höheren Wechselkurschwankungen unterworfen als die D-Mark und der 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 Umstellungsprozederes – 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 Standard & Poor's vergebenen Ratings verdeutlichen dies: Zwar haben die betrachteten drei Staaten alle ein sogenanntes „Investment Grade“, aber Deutschland und Frankreich verfügen mit Triple A (AAA) über die bestmögliche Bonität (vgl. Kasten 2).

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

**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 nicht nachkommen kann (Adressenausfallrisiko), desto schlechter ist dessen Bonität.

**Rating:** Sogenannte Ratingagenturen, wie z. B. Standard & Poor's und Moody's, nehmen Bonitätsprüfungen vor und vergeben daraufhin ein „Rating“, ein Siegel, welches die Güte des jeweiligen Schuldners gemäß einer vorgegebenen Skala ausdrückt (vgl. Kasten 3).

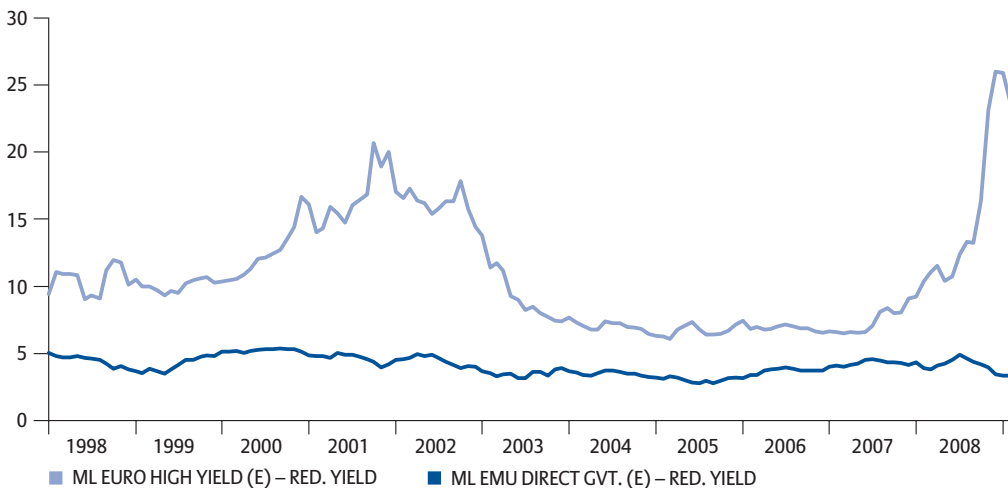
- **Liquidität:** Bundesanleihen sind liquider als französische OATs, das heißt, sie können (noch) leichter gehandelt werden. Auch werden den im Euroland gängigsten Instrumenten zur Absicherung von Kurschwankungen („Hedging“) bevorzugt Bundesanleihen unterlegt. Auch das steigert die Liquidität, auch 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 Schritt kommt der Wechselkurs ins Spiel. Das Euroland wird verlassen, der Blick richtet sich auf die außerhalb liegenden „Developed Markets“.

3. Schritt zur Performanceverbesserung: Den eigenen Währungsraum verlassen.

Schaubild 7: Spreads – der Rendite-Kick



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

Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

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). Ein Spread, der zusätzlich auch durch die geringere Liquidität dänischer Anleihen begründet ist.

Anders US-Staatsanleihen. Auf Jahre der Dollaraufwertung scheint nun eine Phase der Dollarschwäche zu folgen. Problem: Wer in US-Staatsanleihen („Treasuries“) investiert, verliert, 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 jenen 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% zufrieden geben müssen.

Die gute Nachricht dabei: Diese Prognose bezieht sich nur auf ein breit gestreutes Rentenportfolio, das in Staatsanleihen innerhalb des G5-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.

Hauptsächlich zwei Marktsegmente bieten sich an:

#### Kasten 4: Rating gemäß Standard & Poor's

EWU-Staaten			
Belgien	AA+	Italien	A+
Deutschland	AAA	Luxemburg	AAA
Finnland	AAA	Niederlande	AAA
Frankreich	AAA	Österreich	AAA
Griechenland	A	Portugal	AA-
Irland	AAA	Spanien	AAA
EU (außerhalb EWU)			
Dänemark	AAA	Schweden	AAA
Großbritannien	AAA		
Sonstige Industriestaaten			
USA	AAA	Japan	AA-
Kanada	AAA	Norwegen	AAA
Australien	AAA	Schweiz	AAA
Emerging Markets			
Argentinien	B+	Polen	A-
Brasilien	BBB-	Qatar	AA-
China	A	Russland	
	BBB+		
Indonesien	BB-	Slowenien	AA
Kolumbien	BB+	Thailand	
	BBB+		
Malaysia	A-	Ungarn	
	BBB+		
Mexiko	BBB	Uruguay	B+
Philippinen	BB-	Venezuela	B+

Stand: Juni 2007

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

#### Kasten 3: Ratingkategorien

	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

- **Emerging Markets-Anleihen:** Das sind Anleihen, die von Staaten der sogenannten Emerging Markets emittiert werden. Gemessen an der „Messlatte“ des EMBI+, einem von J. P. Morgan veröffentlichten Index für eben die Emerging Markets-Anleihen, gehören dazu Staaten, deren Rating mit BBB (Standard & Poor's) beziehungsweise 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.

Typischerweise wird grob in „Investment Grade“ und „Speculative Grade“ unterschieden (vgl. Kasten 3).

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

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

hjn

# Unternehmensanleihen – darf's ein bisschen mehr sein?

Die Anleihen von Vater Staat haben als Papiere für den guten Schlaf und als Bestandteil der eigenen Asset Allocation sicher ihre Berechtigung – aber zum guten Essen reichen sie kaum aus, um das alte Bild von Börsenguru Kostolany zu nutzen.

Bei einer Laufzeit von zehn Jahren wurden für Staatsanleihen im Herbst 2004 rund 4% gezahlt – vor Steuern und vor Abzug der Preisänderungsrate. Die Frage stellt sich: „Darf's ein bisschen mehr sein?“ Rendite, versteht sich.

Mehr zum Beispiel durch die Investition in Unternehmensanleihen („Corporate Bonds“)? Aus Sicht des Investors stellen sich besonders folgende Fragen:

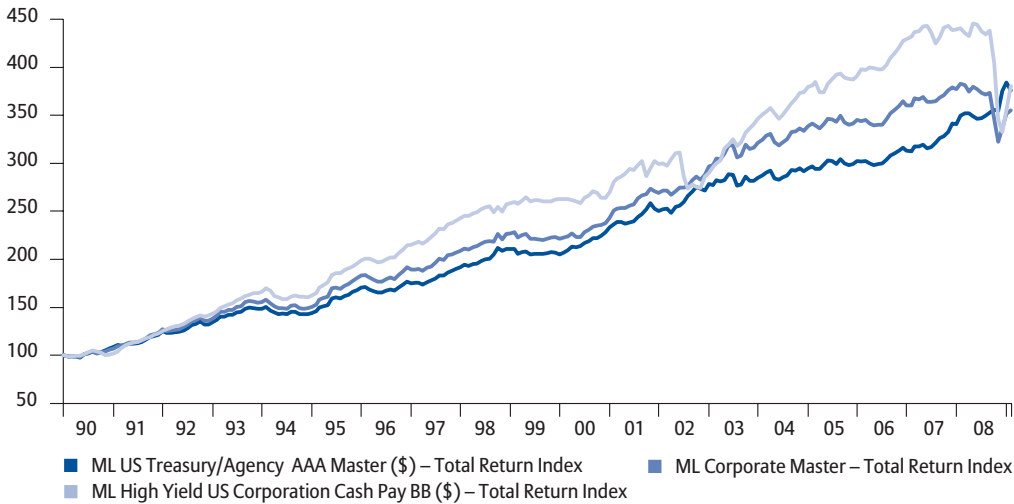
- Was ist unter Unternehmensanleihen überhaupt zu verstehen?
- Wie sieht das Marktsegment der Unternehmensanleihen genau aus? Wie groß sind die Volumina, welche Branchen sind vertreten, was kennzeichnet sie im Vergleich zu Staatsanleihen, wie war die Performance der letzten Jahre, welche möglichen Risiken handelt sich ein Investor auf der Suche nach mehr Rendite ein?

Die unterschiedlichen Anleihssegmente und die Fachterminologie werden im ersten Teil dieser Serie (Grundlagen) beschrieben.

## Summa Oeconomica

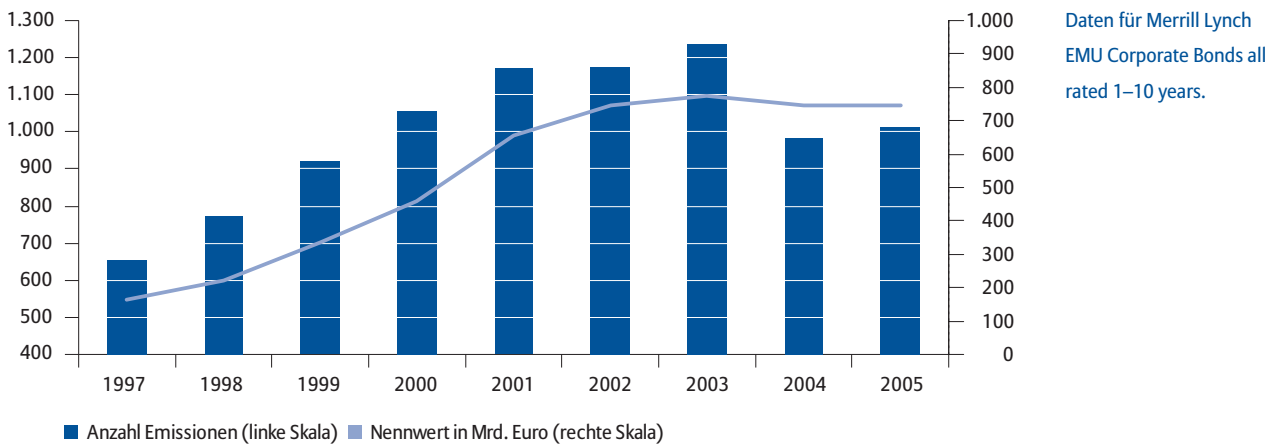
- Für den risikobewussten Anleger dürften Unternehmensanleihen ein attraktives Investment darstellen, mit dem der Anleihenteil im Portfolio einen Extra-Kick erhalten kann.
- Flexible Investmentfondsprodukte (siehe auch „Investor's Corner“) ermöglichen es dabei, entweder gezielt nur in Unternehmensanleihen zu investieren, etwa um einem bereits bestehenden Portfolio an Staatsanleihen mehr Pep zu geben, oder um sowohl in Staats- als auch in Unternehmensanleihen unterschiedlicher Bonitäten anzulegen.
- Dabei sollte insgesamt auf Risikodiversifikation durch eine breite Streuung gesetzt werden.
- Eine „buy & hold“-Strategie ist aufgrund des Risikos sich verändernder Bonitäten nicht empfehlenswert. Schon die Einzelauswahl der Titel bedarf der genauen Analyse. Das Portfolio muss in der Folge regelmäßigen Überprüfungen unterzogen werden, da die Gefahr einer Verwässerung durch Ratingabstufungen besteht.
- Bei Unternehmensanleihen gilt: Es darf durchaus ein bisschen mehr sein und ein professionelles Management erhöht die Freude.

Schaubild 1: Entwicklung von Anleiheindizes seit 1990



Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

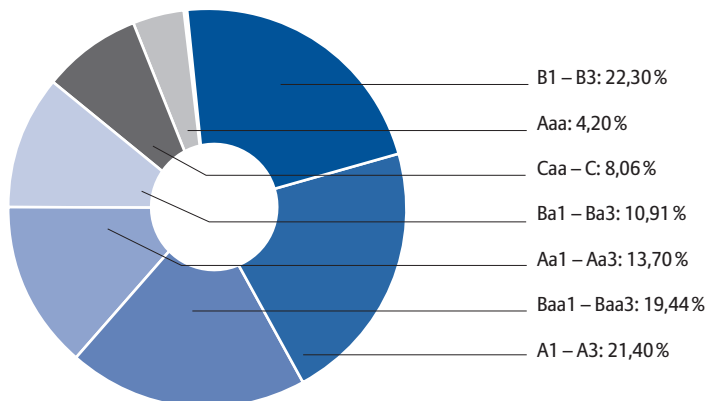
Schaubild 2: Entwicklung des europäischen Marktes für Unternehmensanleihen mit Investmentgrade



Daten für Merrill Lynch EMU Corporate Bonds all rated 1–10 years.

Quelle: Merrill Lynch, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Juli 2006

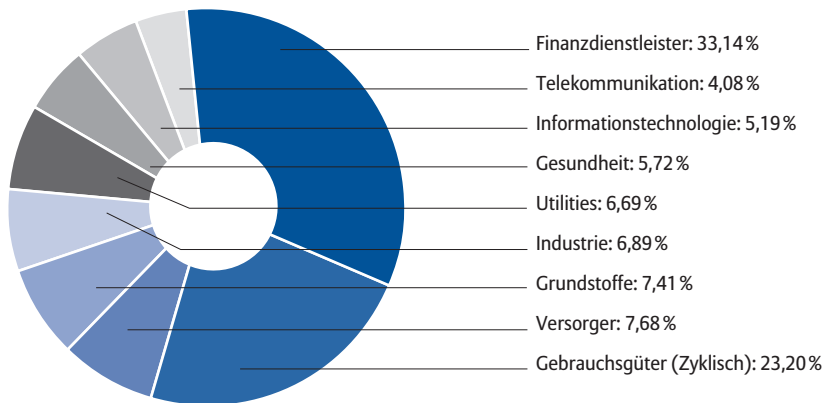
Schaubild 3: Anteile der Ratingklassen europäischer Unternehmensanleihen



Datenquelle: Moody's Investors Service: „Moody's Rating Actions, Reviews and Outlooks 2008.“

Quelle: Moody's, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse

Schaubild 4: Unternehmensanleihen mit Rating, anteilig nach Sektoren



Datenquelle: Moody's  
Investors Service:  
„Moody's Rating Actions,  
Reviews and Outlooks  
2008.“

Quelle: Moody's, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse

- Schließlich und endlich: Sind Unternehmensanleihen überhaupt eine Klasse für sich oder lassen sie sich durch eine Mischung aus Aktien und Anleihen ersetzen? Dann hätten sie keinen zusätzlichen Nutzen für die Portfoliooptimierung. Eine Frage, der später nachgegangen wird.

Ein erster Blick auf die Entwicklung verschiedener Anleiheindizes von Merrill Lynch für den US-Anleihemarkt führt zu einem verlockenden Ergebnis: Bei einer Reinvestition der Ausschüttungen („Total Return“) entwickelten sich Unternehmensanleihen von 1990 bis zum Sommer 2008 besser als die Staatsanleihen (vgl. Schaubild 1). Dabei galt: Die riskanteren High Yields (dargestellt am ML High Yield Index für mit „BB“ geratete Anleihen) erzielten nicht nur eine bessere Rendite als die Staatsanleihen im ML US-Treasury Masterindex, sondern auch als die Unternehmensanleihen mit Investment Grade, wie sie vom ML Corporate Master erfasst werden. Das höhere Risiko wurde mit höheren Renditen belohnt. Dass das Risiko aber auch eintreten kann, zeigen die aktuellen Entwicklungen im Zuge der Finanzmarktkrise. So drehte sich das Bild in jüngster Vergangenheit wieder zugunsten der Staatsanleihen.

## Mein Name ist Bond, Corporate Bond!

Was dann folgt, ist weder „geschüttelt“ noch „gerührt“, wie die Fans von Sir James an dieser Stelle erwarten würden, sondern eine

Anagemöglichkeit, die durch ein starkes Wachstum und gute Diversifikationsmöglichkeiten in unterschiedliche Branchen und Bonitätsklassen gekennzeichnet ist.

Der Gesamtmarkt für Unternehmensanleihen bester und guter Qualität beläuft sich in Europa auf 747 Mrd. Euro (Quelle: Merrill Lynch - Growth Trends in the World Bond Markets, 2006).

Allein das europäische Segment der sogenannten High Yield-Anleihen (Merrill Lynch European Currency High Yield), das sind Anleihen mit einer geringeren Bonität, stieg, gemessen am Nennwert der umlaufenden Anleihen, von 1,2 Mrd. (1997) auf über 63 Mrd. Euro an (2006).

Systematisiert nach Währungen fällt auf, dass auf Euro lautende Anleihen seit 1998, dem Vorjahr vor der Europäischen Währungsunion, deutlich an Volumen gewonnen haben. Der Markt für Unternehmensanleihen ist nicht nur bezogen auf die Markttiefe der insgesamt umlaufenden Titel attraktiver geworden, sondern auch im Hinblick auf Investitionsmöglichkeiten in heimischer Währung, also in Euro, wodurch das Wechselkursrisiko entfällt.

Aufgeteilt nach Sektoren, sind Finanzdienstleister am gesamten Kuchen der von Moody's gerateten Unternehmensanleihen in Europa mit 33,1% am stärksten vertreten, gefolgt von den Verbrauchsgütern (23,2%) und Versorger (7,7%) (vgl. Schaubild 4).

## More risk, more fun?

Ein wichtiges Merkmal sind die unterschiedlichen Ratingkategorien, welche den Markt nach Ratingkategorien segmentieren. Und genau hier wird es spannend, denn für ein höheres Risiko gibt es in effizienten Märkten höhere Risikoprämien.

Als Bonitätsmaßstab dienen Ratings internationaler Ratingagenturen wie zum Beispiel Moody's und Standard & Poor's, welche versuchen, das mit dem Unternehmen verbundene Adressenausfallrisiko in vergleichbaren Kategorien zu erfassen. Die Grobklassifizierung unterscheidet dabei in Unternehmen mit „Investment Grade“ und „High Yield Grade“ (auch „Non-Investment Grade“ oder „Speculative Grade“, vgl. Kasten 3, Kapitel 1).

Damit aber nicht genug. Bonität und Risiko sind weder linear miteinander verbunden, noch ist die Bonität im Zeitverlauf unveränderbar.

Im Gegenteil. Ein mit zum Beispiel „B“ geratedes Unternehmen war während der 3-Jahres-Zeiträume von 1996–2005 nur in durchschnittlich 55,78% der Fälle immer noch „B“ (vgl. Schaubild 6). Während es nur bei knapp 5% der B-Anleihen zu einer Verbesserung des Ratings kam, verschlechterte

es sich in über 20% bis hin zum „Default“, das heißt dem Ausfall. Weiteren 18% der Anleihen wurde das Rating entzogen (WR).

Noch deutlicher werden diese Erkenntnisse im 1-, 2- und 3-Jahresvergleich.

Eine Verschlechterung der Bonität kostet Performance: Wer einen gesunden Apfel kauft und am Ende ein faules Ei im Depot hat, kann dieses nur noch zu einem niedrigeren Preis verkaufen, wenn überhaupt.

Zusätzlich steigt die Ausfallwahrscheinlichkeit mit jeder weiteren Abstufung im High Yield-Segment sprunghaft an (vgl. auch Schaubild 5). Die Analysen der Ratingagentur Moody's zeigen (bezogen auf den Schaubild 5 zugrunde liegenden Zeitraum von 1985–2006): Belief sich das Rating einer Anleihe auf „Aaa“, kam es bei knapp 0,085% dieser Anleihen im Durchschnitt von fünf Jahren zu einem Default. Anleihen mit Ba1 (Speculative Grade) fielen in knapp 6,6% der Fälle aus, bei C-Ratings sogar in über 57%.

Ein höheres Risiko wurde in der Vergangenheit durch eine höhere Rendite belohnt.

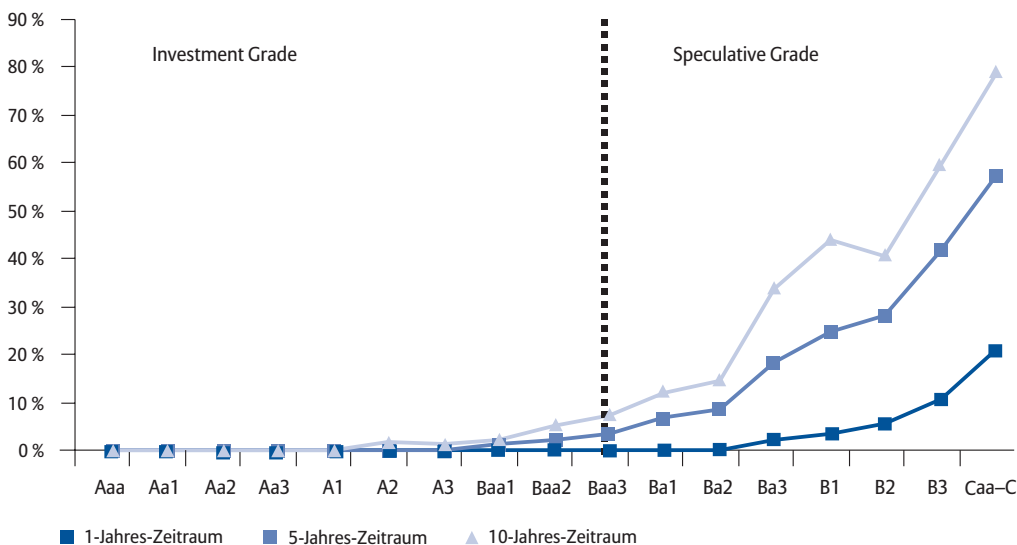
## Drei Maximen für die Anlage

Für die Anlage ergeben sich daraus drei Maximen:

- Die Diversifikation der Risiken ist entscheidend: Es sollte niemals auf einzelne

Bonität und Risiko sind nicht linear verbunden.

Schaubild 5: Ausfallwahrscheinlichkeiten unterschiedlicher Ratingkategorien



Durchschnittliche Defaults über 1-, 5- und 10-Jahreszeiträume von 1985–2006.

Beispiel: Bei einem Rating von Ba1 kam es während 1985–2006 in einem 5-Jahres-Zeitraum in durchschnittlich 7,6% der Fälle zu einem Default.

Quelle: Moody's, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse

Anleihen gesetzt werden. Es kommt auf die Mischung von Risiko und erwartetem Ertrag an.

- Ein professioneller Analyseprozess muss dem Kauf der Titel vorangehen. Er hilft, Bonitäts- und Defaulttrisiken zu erkennen.
- Analysieren, kaufen und vergessen reicht aber nicht aus. Da sich die Bonität über die Zeit verschlechtern kann, muss der Anleihenmix immer wieder überprüft und adjustiert werden. Der Analyseprozess selbst ist bei Unternehmensanleihen schwieriger als bei Aktien, da der Informationsfluss für Anleiheninvestoren nicht mit dem für Aktieninvestoren vergleichbar ist. Die Informationsvergabe an institutionelle Investoren ist in der Regel deutlich besser.

## Erfolg, Schweiß und Rendite

Erfolg und Schweiß gehören zusammen. Am Ende winkt bei der Rendite ein „Schnaps extra“. Wie die historische Betrachtung zeigt, drücken sich die unterschiedlichen Bonitäten, und damit Risikoklassen, tatsächlich auch in unterschiedlichen Risikoprämien aus: Je geringer die Bonität, desto höher die im Mittel zu erwartende Rendite.

Die Renditen werden dabei von zwei Hauptkomponenten bestimmt: der Marktkomponente und der Unternehmenskomponente.

Die Marktkomponente drückt sich in den Staatsanleihen aus. Sie sind die Referenzgröße, an der die Renditen anderer Anleihen gemessen werden.

Die zur Marktkomponente hinzukommende Unternehmenskomponente spiegelt sich in einem Renditeaufschlag („Spread“) auf die Staatsanleihen wider. Sie kennen das schon: Je geringer die Bonität, desto höher der Spread, der Zuschlag.

Schaubild 8 zeigt dies deutlich: Hier wurden die Renditen der von Merrill Lynch errechneten Benchmark-Indizes für die Marktsegmente der Investment Grade- und der Speculative Grade-Anleihen von den Renditen der Benchmark für Staatsanleihen abgezogen.

Was sofort auffällt: Der Spread war, besonders bei High Yield-Anleihen, in den Jahren 2001 und 2002 außergewöhnlich hoch – höher noch als während der Finanzmarktkrise von 1998. Zwar hat er sich seit seinem Top vom Herbst 2002 deutlich eingeeengt, verharrt aber immer noch auf einem sichtbar höheren Niveau als Staatsanleihen und Investment Grade-Anleihen. Und wie zu erwarten war: Der Spread für die High Yields ist deutlich höher als für Anleihen mit der Bonität „Investment Grade“.

Die Ausfallwahrscheinlichkeit steigt mit jeder weiteren Abstufung im High Yield-Segment sprunghaft an.

hjn

Schaubild 6: Ratings von Moody's im Zeitverlauf

Three-Year Rating Transition Matrices by Sector (1996–2005)

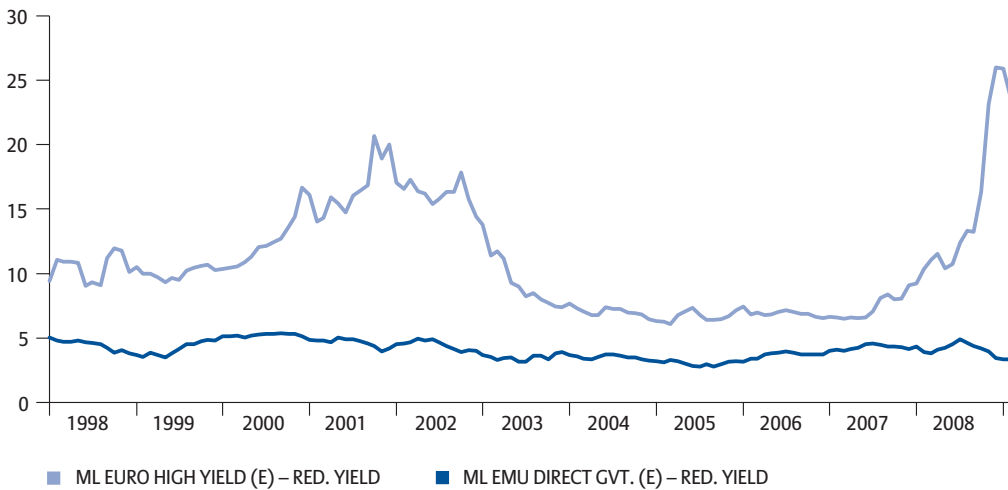
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa oder schlechter	WR
Aaa	60,93 %	1,12 %	0,58 %	0,36 %	0,18 %	0,14 %	0,22 %	36,47 %
Aa	11,36 %	53,68 %	2,85 %	2,06 %	0,86 %	0,68 %	1,06 %	27,47 %
A	3,41 %	5,13 %	56,55 %	2,96 %	1,37 %	0,71 %	1,77 %	28,10 %
Baa	1,14 %	1,66 %	5,16 %	55,43 %	4,24 %	2,85 %	6,30 %	23,22 %
Ba	0,28 %	0,49 %	2,17 %	5,07 %	53,57 %	4,85 %	14,67 %	18,90 %
B	0,07 %	0,00 %	0,22 %	1,19 %	3,06 %	55,78 %	21,57 %	18,10 %
Caa oder schlechter	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,25 %	0,66 %	72,03 %	27,07 %

B Rating im Zeitverlauf von 1,2 und 3 Jahren

3y	B	0,07 %	0,00 %	0,22 %	1,19 %	3,06 %	55,78 %	21,57 %	18,10 %
2y	B	0,03 %	0,00 %	0,17 %	0,86 %	3,31 %	67,60 %	16,99 %	11,04 %
	B	0,06 %	0,00 %	0,11 %	0,41 %	2,05 %	82,06 %	10,36 %	4,95 %

Quelle: Moody's

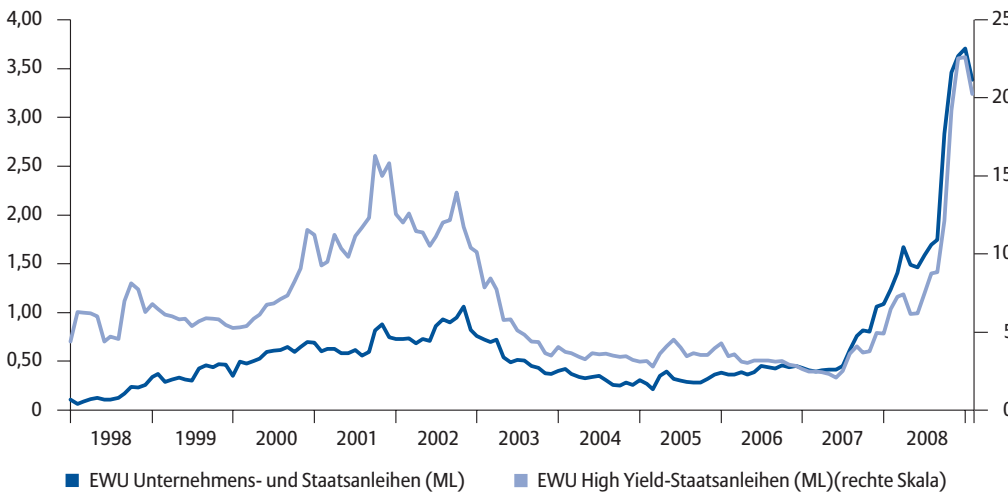
Schaubild 7: Renditen für Corporate Bonds (High Yield) und Staatsanleihen gemäß Merrill Lynch Benchmarks



Hier handelt es sich um den Euro Currency High Yield Index und den EMU Direct Government von Merrill Lynch.

Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

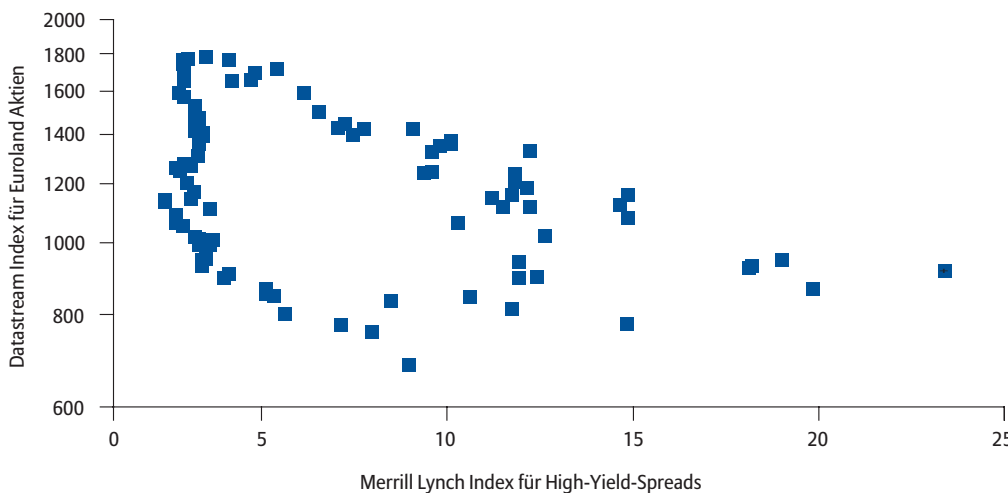
Schaubild 8: Bonitätsrisikos gegenüber ML EMU Direct Government



Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen gegenüber Staatspapieren.

Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

Schaubild 9: Spreads und Aktienkursentwicklung



Spreads und Aktienmarktpformance (EWU) vom 20.5.2000 bis Januar 2009 monatlich.

Kurse: Aktien und High Yield-Spreads gegenüber Staatsanleihen.

Wie sich Aktien, Unternehmens- und Staatsanleihen insgesamt zueinander verhalten, wird im nächsten Kapitel ausführlich untersucht.

Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

# Unternehmensanleihen – eine Klasse für sich?

Welchen Nutzen haben Unternehmensanleihen für die effiziente Portfolioallokation? Kann mit ihnen das Risiko-Ertrag-Profil optimiert werden?

Liefern Unternehmensanleihen einen zusätzlichen Vorteil im Vergleich zu einer Optimierung bestehend aus Aktien oder Staatsanleihen?

Zur Beantwortung wird in einem ersten Schritt das Risiko-Ertrag-Profil von Unternehmensanleihen im Vergleich mit anderen Assetklassen über die letzten zehn Jahre betrachtet. Als Risikomaß dient die Standardabweichung (Schwankungsbreite), während die annualisierte Rendite als Maßstab für den Ertrag genommen wird. Da die historischen Zeitreihen für europäische

Unternehmensanleihen noch nicht ausreichend lang sind, werden US-Anleihen zugrunde gelegt.

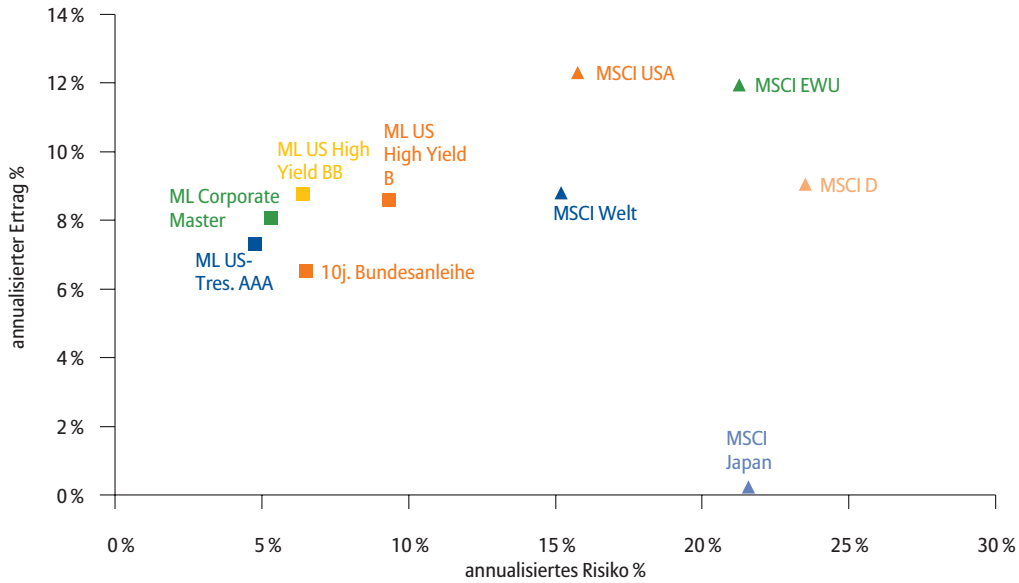
Werden die einzelnen Assetklassen ohne Bereinigung der unterschiedlichen Währungseinflüsse miteinander verglichen, so ergibt sich:

- US-Staatsanleihen, gemessen am Merrill Lynch Government Master Index, wiesen die geringste Volatilität auf, bei gleichzeitig geringstem Ertrag (vgl. Schaubild 1).

## Summa Oeconomica

- Unternehmensanleihen sind eine eigene Assetklasse und kein Hybrid aus Anleihen und Aktien. Sie können dazu beitragen, das Risiko-Ertrag-Profil der Asset Allocation zu optimieren. Dabei gilt: Je besser ihre Bonität, desto stärker gleichen sie den Staatsanleihen.
- Für einen Anleger, der nur in Renten investieren will, heißt dies: Er kann mit Unternehmensanleihen einen „Schnaps extra“ in Form höherer Renditen verdienen, den er mit einem etwas erhöhten Risiko „bezahlt“. Je geringer die Risikoneigung und je strenger die Bindung an ein reines Anleihenportfolio, desto eher kommen Investment Grade-Anleihen anstelle von High Yields zum Einsatz, ohne dass er seinem Portfolio ungewollt „verkappte Aktien“ beimischt.
- Auch bei einer Allokation mit Renten und Aktien können Unternehmensanleihen zur Optimierung beitragen. Anreize dafür ergeben sich besonders aus zweierlei Überlegungen: Werden an den Aktienmärkten nur verhaltene Kursgewinne oder eine Seitwärtsbewegung erwartet, dann sind Corporate Bonds wegen ihrer hohen Rendite besonders attraktiv. Gleichzeitig wird das Risiko eines fallenden Marktes durch die Stillhalterprämie abgedeckt.

Schaubild 1: Risiko-/Ertrag-Diagramm verschiedener Assetklassen 1988 bis Oktober 2008



Während der letzten zwanzig Jahre galt: Anleihen mit dem geringsten Risiko erzielten auch den geringsten Ertrag. Die Aktienmärkte waren durchgängig volatil.

Auffällig: Der MSCI-Welt erzielte trotzdem eine geringere Rendite als zum Beispiel High Yields. Hier macht sich Japan negativ bemerkbar.

Quelle: Datastream, Berechnung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Oktober 2008

- Schon mit US-Unternehmensanleihen von Investment Grade (ML Corporate Master) konnte, bei einer geringfügig erhöhten Volatilität, eine um ca. einen Prozentpunkt höhere Rendite gegenüber US-Staatsanleihen erzielt werden.
- Bei High Yields mit BB-Rating (ML High Yield BB) stieg der Ertrag gegenüber Treasury Bonds um gut zwei Prozentpunkte. Die Schwankung war über den 10-Jahres-Zeitraum nur geringfügig höher.
- Alle hier betrachteten Anleiheindizes wiesen eine geringere Volatilität auf als die Aktienindizes. Zu erwarten wäre, dass die annualisierten Erträge der Aktienindizes ebenfalls höher waren als bei den Anleihen insgesamt. Es fällt auf, dass dies lediglich beim MSCI-Welt nicht durchgängig der Fall war. Hier macht sich der „Sonderfaktor“ Japan negativ bemerkbar.

Historische Ergebnisse lassen sich nicht einfach in die Zukunft fortschreiben, geben aber einen guten Hinweis für die Anlageentscheidung: Durch die Beimischung von Unternehmensanleihen unterschiedlicher Bonitäten konnte die Rendite erhöht und das Risiko des Portfolios adjustiert werden.

## Unternehmensanleihen: Geht es auch ohne?

ABER: Liefern Corporate Bonds auch einen eigenen, originären Beitrag bei der Optimierung von Risiko und Ertrag, oder sind sie zum Beispiel durch eine Mischung von Staatsanleihen und Aktien substituierbar?

Wenn Unternehmensanleihen tatsächlich nichts anderes sind als ein Substitut für Renten und Aktien, könnte dies für den Investor, der nur in Renten anlegen will, bedeuten, dass er sich implizit ein Aktienrisiko einhandelt, während der Investor, der auf eine Mischung aus Aktien und Renten setzt, die Anzahl der Assetklassen im Portfolio reduzieren könnte.

Um dies zu untersuchen, wird die Rendite in ihre beiden Komponenten aufgespaltet:

- **Die Marktkomponente:** Sie entspricht der Alternativenanlage am Rentenmarkt. Benchmark ist eine risikolose Staatsanleihe bester Qualität.
- **Die Unternehmenskomponente:** Sie erfasst die Charakteristika des emittierenden Unternehmens, die sich in dem Renditeaufschlag (Spread) auf die Benchmarkanleihe aus-

drückt. Der Spread ist die „Zitterprämie“: Je höher das Risiko gegenüber Staatsanleihen, desto höher die Prämie. Die Höhe des Spreads steigt mit fallender Bonität.

inhaber als Eigentümer hat dies nicht. Das Risiko ist für den Gläubiger, nichts anderes ist der Halter der Anleihen, geringer als für den Eigentümer.

Corporate Bonds:  
Nur eine Mischung aus Aktien und Staatsanleihen?

## Corporate Bonds: Keine verkappten Aktien

Die hybride Stellung der Unternehmensanleihe wäre perfekt, wenn die beiden Komponenten ohne Abstriche mit Staatsanleihen beziehungsweise Aktien vergleichbar wären, das heißt: Die Marktkomponente entspräche den Staatsanleihen (das tut sie), und der Zuschlag auf die Renditen von Staatsanleihen, also der Spread, verhielte sich durch die Unterlegung mit dem Unternehmensrisiko wie eine Aktie.

Diese Gleichsetzbarkeit widerspricht aber den grundlegenden Merkmalen einer Anleihe prinzipiell, denn auch die auf das Unternehmen bezogene Komponente behält den Anleihencharakter bei. Schaubild 2 stellt die Unterschiede grafisch dar:

- Anders als bei Aktien handelt es sich um Fremd- und nicht um Eigenkapital, das der Investor zur Verfügung stellt, das heißt vor allem auch: Im Falle einer Zahlungsunfähigkeit hat der Anleihezeichner Anspruch auf vorrangige Befriedigung aus den verbleibenden Assets, der Aktien-

- Während der Aktienbesitzer unmittelbar an Verbesserungen beziehungsweise Verschlechterungen der Unternehmenssituation über steigende beziehungsweise fallende Kurse partizipiert, profitiert der Besitzer der Anleihe nur sehr eingeschränkt von einer Verbesserung der Unternehmenssituation: Kupon, Laufzeit und der Kurs zur endfälligen Tilgung sind vorgegeben. Positive Nachrichten lassen zwischenzeitlich die am Markt gezahlte Risikoprämie sinken, das heißt, der Kurs der Anleihe steigt. Bei außergewöhnlich hohen Renditeaufschlägen können High Yields auch unter Aspekten des Timings interessant sein.

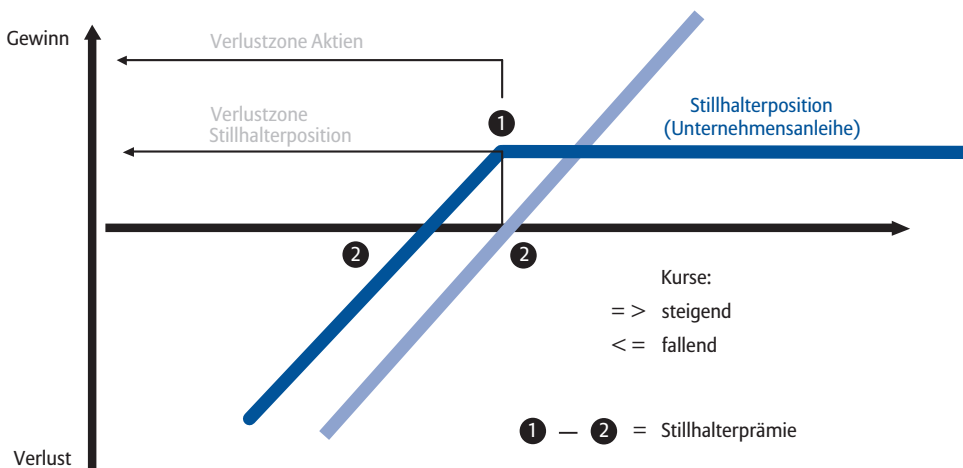
- Die Höhe des Kursgewinnes bleibt aber durch die Laufzeit begrenzt. Kursverluste können im Fall eines Defaults das eingesetzte Kapital entwerten. Allerdings stellt sich der Halter von Anleihen in diesem Fall in der Regel besser als der Halter von Aktien: Die kassierte Rendite verbessert seine Performance und er wird vorrangig aus den verbleibenden Assets befriedigt.

- Aktien tragen das volle Risiko eines Totalverlustes, aber auch die Chance unbegrenzter

Unterschied: Fremd-, nicht Eigenkapital.

Unterschied: Nur eingeschränkte Partizipation an steigenden Kursen.

Schaubild 2: Unternehmensanleihen vs. Aktien



Der Anleihegläubiger erhält eine „Stillhalterprämie“ in Form einer höheren Rendite, dafür kann er nur auf begrenzte Kursgewinne hoffen.

ABER: Im Falle eines Defaults wird er vorrangig aus den verbleibenden Assets bedient. Auch hier unterscheidet er sich vom Aktieninhaber.

Quelle: AllianzGI Kapitalmarktanalyse

Kursgewinne. Ihr Wert kann sich in beide Richtungen (fast) unbegrenzt verändern.

- Unternehmensanleihen ähneln einer Stillhalterposition: Die Ertragsmöglichkeiten sind nach oben beschränkt. Die Anleihe wird zum Marktkurs gekauft und zum Nennwert getilgt. Im Falle eines Defaults (Adressenausfall) geht der Einsatz verloren. Dafür werden hohe Renditen ausgeschüttet, was das Risiko versüßt. Das erinnert an den Verkauf einer Put-Option (Short put): Für den Verkauf des Puts gibt es eine Stillhalterprämie, welche dem Renditespread der Unternehmensanleihe entspricht.
- Diese Stillhalterprämie ist bei fallenden Kursen ein Ertragsvorteil. Der maximale Verlust ist um diese Prämie geringer als bei Aktien. Auch wird die Verlustzone erst später erreicht (vgl. Schaubild 2). Dazu kommt: Die Entschädigung erfolgt bei Anleihen gegenüber Aktien vorrangig, was den Vergleich (Aktie = Long-Position, Anleihe = Short Put) in diesem Punkt zugunsten der Anleihe gegenüber dem einfachen Put entscheidet.

Die Reaktionsmuster von Aktien und Bonds auf zum Beispiel Ratingänderungen sowie Änderungen von Rentabilität und Umsatzzahlen gleichen sich. Im Gegensatz dazu bringen z. B. fremdkapitalfinanzierte Unter-

nehmenskäufe oder Investitionen für Aktionäre positive Gewinn- und Wachstumserwartungen mit sich, während sich die Fremdkapitalquote zulasten der Bondeigentümer verschlechtert.

Unternehmensanleihen ähneln einer Stillhalteroption.

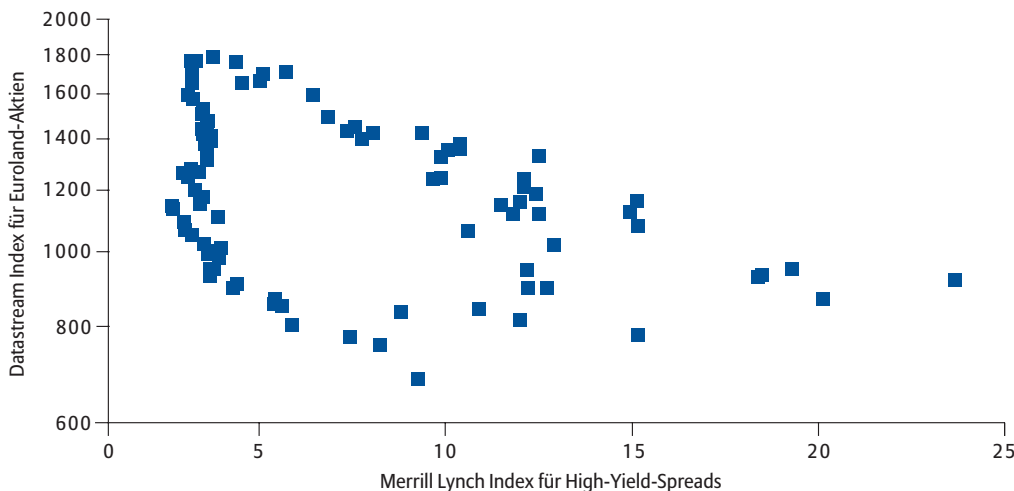
**Kasten 1: Korrelationskoeffizienten**

ML Corporate Master	0,95
ML High Yield (BB-Rating)	0,87
ML High Yield (B-Rating)	0,80
ML High Yield (C-Rating)	0,71

Der Government Master Index (Staatsanleihen) von Merrill Lynch wurde als Bezugsgröße genommen. Die Indizes beziehen sich auf den US-Markt. Der zugrundeliegende Analysezeitraum umfasst 10 Jahre (Februar 1999–Februar 2009)

Der Korrelationskoeffizient kann sich in einem Intervall von -1 bis +1 bewegen. „+1“ bedeutet, dass die beiden Größen vollständig positiv korreliert sind. Bei „0“ sind sie unabhängig voneinander.

Schaubild 3: Spreads und Aktienkursentwicklung



Spreads und Aktienmarktperformance (EWU) vom 11.02.2001 bis Februar 2009 monatlich.

Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

## Statistische Analyse der Zusammenhänge

Eine einfache Analyse, welche die Korrelation von Merrill Lynch-Rentenmarktindizes für Staatsanleihen und Corporate Bonds über einen Zeitraum von zehn Jahren untersucht, bestätigt diese Überlegungen:

- Je höher das Rating des zu erklärenden Rentenindex, desto höher ist auch die Korrelation mit Staatsanleihen. Während der ML Government Master Index bei einem Korrelationskoeffizienten von 0,95 fast linear mit dem ML Corporate Master Index zusammenhängt, sinkt der Koeffizient bei High Yields mit BB-Rating auf 0,87 ab. Mit B und C geratete Anleihen sind mit 0,80 bzw. 0,71 bereits deutlich

schwächer mit Staatsanleihen korreliert (vgl. Kasten 1). Jedoch ist die Aussagekraft der statistischen Analyse in diesem Bereich eingeschränkt (Bestimmtheitsmaß  $R^2$  0,64 bzw. 0,50).

- Umgekehrt lässt sich jedoch nicht nachweisen, dass Unternehmensanleihen beziehungsweise der auf Staatsanleihen gezahlte Spread mit dem Aktienmarkt korreliert ist. Um den Einfluss der Staatsanleihen herauszurechnen, wird nur der Spread betrachtet. Bei steigenden Aktienkursen wäre ein sinkender Spread zu erwarten: Während die Marktkomponente unverändert bleibt, steigt der Kurs der Unternehmensanleihen, der Renditeaufschlag sinkt, die beiden Variablen wären negativ korreliert (vgl. Schaubild 3).

hjn

# Emerging Markets-Anleihen – hohe Renditen und große Risiken

In der letzten Dekade gewann der Kapitalstrom in die sogenannten „Schwellenländer“ (Emerging Markets) deutlich an Breite. Dahinter standen eine dynamische wirtschaftliche Entwicklung und attraktive Renditen.

Während in den Achtzigerjahren vornehmlich internationale Banken die Investitionsvorhaben finanzierten, kamen in den letzten Jahren zunehmend neue Anlegerkreise hinzu. Das gestiegene Interesse der Anleger hat zu einer größeren Produktvielfalt beigetragen. Nahezu alle Finanzinstrumente, die an entwickelten Finanzmärkten zur Verfügung stehen, finden sich auch in den Emerging Markets. Es können in lokaler Währung oder US-Dollar- beziehungsweise Euro-denominierte Staats- oder

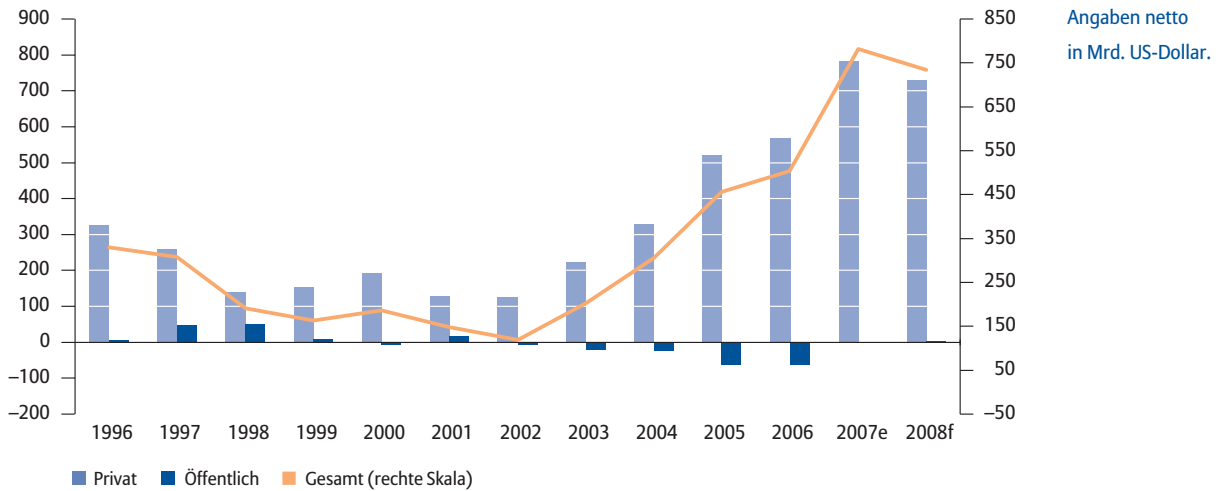
Unternehmensanleihen oder auch am lokalen Aktienmarkt notierte Unternehmensanteile erworben werden.

Eine besonders wichtige und ergiebige Finanzierungsquelle für Kreditnehmer in den Schwellenländern ist der internationale Kapitalmarkt. Aus diesem Grund beleuchtet dieses vierte Kapitel dieser Publikation die Anleihen aus den Emerging Markets. Hierbei stehen folgende Fragen im Mittelpunkt:

## Summa Oeconomica

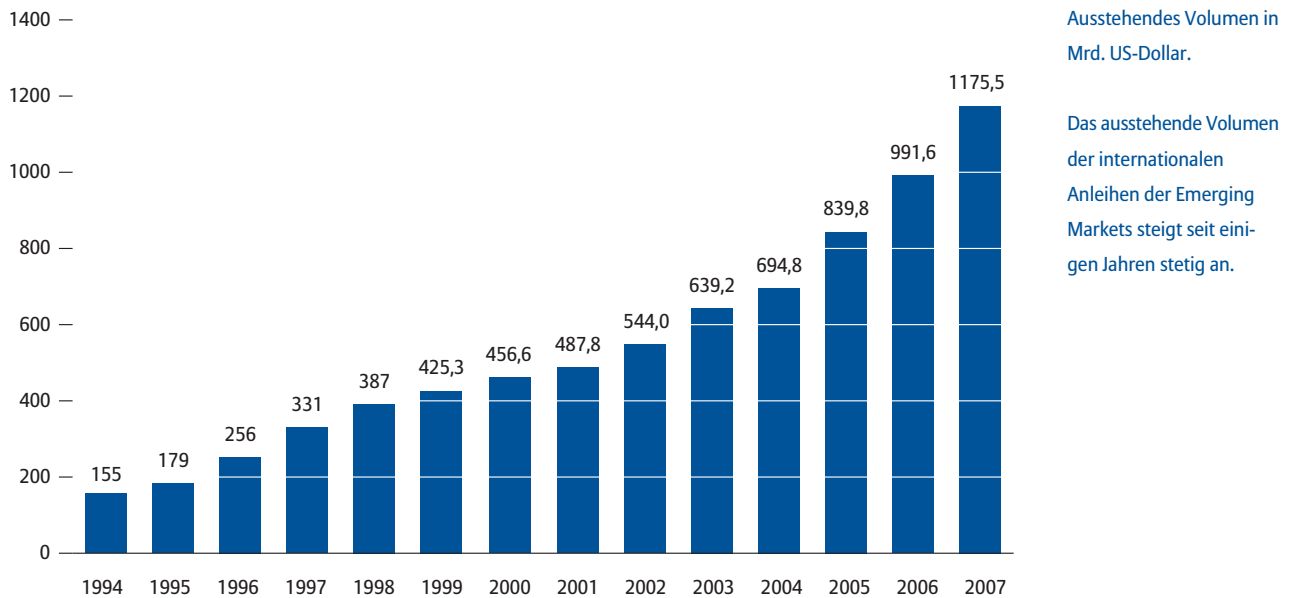
- Besonders in der letzten Dekade gewann der Kapitalzufluss in die Emerging Markets an Breite. Eine hohe Wirtschaftsdynamik und attraktive Renditen lockten viele Investoren an.
- Als sehr ergiebige Finanzierungsquelle erweist sich seit Anfang der Neunzigerjahre der internationale Kapitalmarkt.
- Die mit Abstand größten Kreditnehmer innerhalb der Schwellenländer sind lateinamerikanische Adressen. Mit Argentinien, Brasilien und Mexiko stammen auch die drei größten Emittenten aus dieser Region.
- Über den J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) können die Rentenmärkte der Schwellenländer betrachtet werden. Die Zinsdifferenz (Spread) als Zuschlag beziehungsweise Risikoprämie gegenüber US-Bonds ist Ausdruck des jeweiligen Länderrisikos.
- Neben dem Spread geben auch die von den Ratingagenturen ermittelten Bonitätseinschätzungen Hinweise auf die mit den Bonds eingegangenen Risiken.
- Rendite und Risiko gehören untrennbar zusammen. Das gilt auch für Schuldverschreibungen aus Schwellenländern. Je höher der Spread, desto höher auch die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls.

Schaubild 1: Kapitalströme in die Emerging Markets



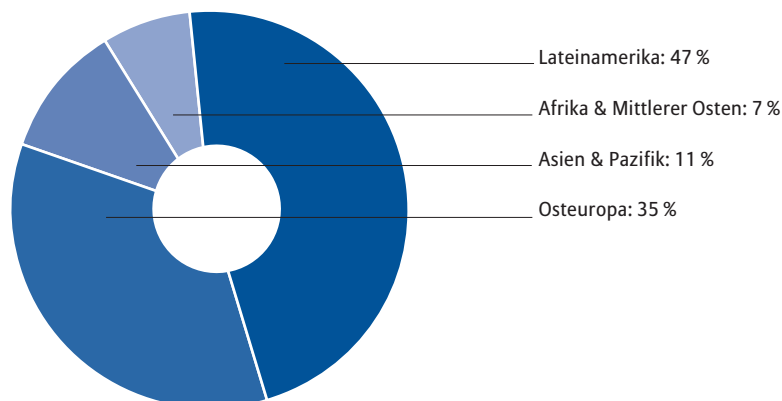
Quelle: IIF, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse

Schaubild 2: Internationale Anleihen der Emerging Markets



Quelle: BIZ, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Dezember 2007

Schaubild 3: Internationale Anleihen nach Herkunft der Emittenten

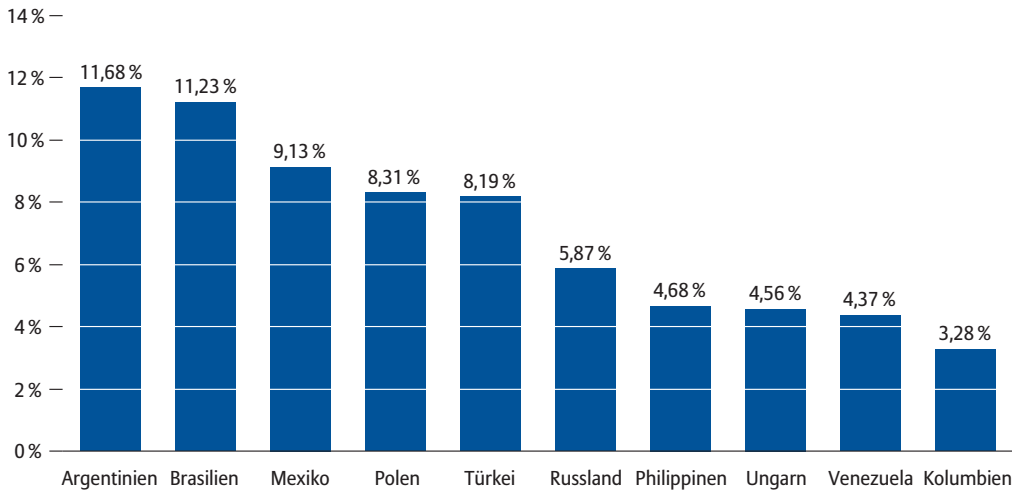


Anteile an allen Emerging Markets-Emissionen in %, Stand: Dezember 2007.

Auf regionaler Ebene dominieren Emittenten aus Lateinamerika.

Quelle: BIZ, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Dezember 2007

Schaubild 4: Internationale Emissionen



Anteile der verschiedenen Länder am ausstehenden Volumen in %, Stand: Dezember 2007.

Die drei größten Emittenten aus dem Bereich der Schwellenländer vereinen einen Marktanteil von 32% auf sich.

Quelle: BIZ, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Dezember 2007

- Was sind Emerging Markets und welche Länder gehören dazu?
- Wie groß ist das Volumen der internationalen Anleihen der Emerging Markets und wer sind die größten Emittenten?
- Was steckt hinter dem Begriff der Zinsdifferenzen (Spreads), die der Emerging Market Bond Index Plus (EMBI+) von J. P. Morgan misst? Welche Faktoren bestimmen die Höhe der Spreads?
- Was sagen die Korrelationen zwischen den Spreads auf verschiedene Eurobonds und zwischen den Spreads und anderen Asset-Klassen? Dürfen alle Länder, die zu den Emerging Markets zählen, in einen Topf geworfen werden?
- Welche Bedeutung hat die Assetklasse der Emerging Markets-Bonds für das Depot?

mend auch Investments in Emerging Markets in den Blickpunkt.

### Emerging Markets – eine Eingrenzung

Für den Begriff „Emerging Market“ („Schwellenland“ oder auch „Entwicklungsland“) gibt es keine einheitliche oder verbindliche Definition. Die bevölkerungsmäßig größte Gruppe unseres Planeten ist zu vielfältig, um sie mit einer einheitlichen Definition zu umschreiben. Die Weltbank verwendet aus operationalen und analytischen Gründen das Bruttosozialprodukt (BSP) pro Kopf als Hauptkriterium für die Klassifizierung einzelner Länder innerhalb dieser Gruppe (weitere Unterscheidungskriterien sind die geographische Lage und der Verschuldungsgrad). Nach dem Weltentwicklungsbericht von 2001 liegen den nach ökonomischen Kriterien gebildeten Ländergruppierungen folgende Bandbreiten zugrunde:

Im Rahmen der Asset Allocation rücken Investments in Emerging Markets zunehmend in den Vordergrund.

### Basics der Emerging Markets

Dank moderner Informations- und Kommunikationsmedien kann der Investor Wertpapiere von öffentlichen und privaten Emittenten auf globaler Ebene rund um die Uhr erwerben. Wurden bis Anfang der Neunzigerjahre Anlageentscheidungen vornehmlich in Industriestaaten vorgenommen, so rücken seit einigen Jahren zuneh-

- Länder mit niedrigem Einkommen – BSP pro Kopf von weniger als 905 US-Dollar.
- Länder mit mittlerem Einkommen -BSP pro Kopf von mehr als 906 US-Dollar, aber weniger als 11.115 US-Dollar.
- Länder mit hohem Einkommen - BSP pro Kopf von mehr als 11.116 US-Dollar.

Innerhalb der Entwicklungsländer bilden die Emerging Markets eine Sondergruppe. Hierunter versteht man Dritte-Welt-Länder, die in ihrem wirtschaftlichen Entwicklungsstand schon recht weit fortgeschritten sind. Alternativ zum Begriff Emerging Markets sind auch die Bezeichnungen „Take-off-Länder“ oder „Newly industrializing countries“ gebräuchlich. Als Kriterien für diese Länder gelten unter anderem:

- Relativ hoher Anteil industrieller Güter an den Exporten.
- Relativ hoher Anteil der Industrie an der gesamten Wertschöpfung (Bruttosozialprodukt).
- Aufgrund der hohen wirtschaftlichen Dynamik ist damit zu rechnen, dass die Strukturmerkmale eines typischen Entwicklungslandes bald völlig überwunden sind.

### Wichtige Emerging Markets

Zu den Emerging Markets zählen die großen Staaten Lateinamerikas, wie Argentinien, Brasilien, Chile, Mexiko und Venezuela. Beispiele für die Schwellenländer Asiens sind China, Indien, Malaysia, Südkorea und Thailand. Die Transformationsstaaten Mittel- und Osteuropas (vor allem Polen, Tschechien, Ungarn) sowie Russland gehören ebenso in diese Kategorie wie die Türkei und Südafrika.

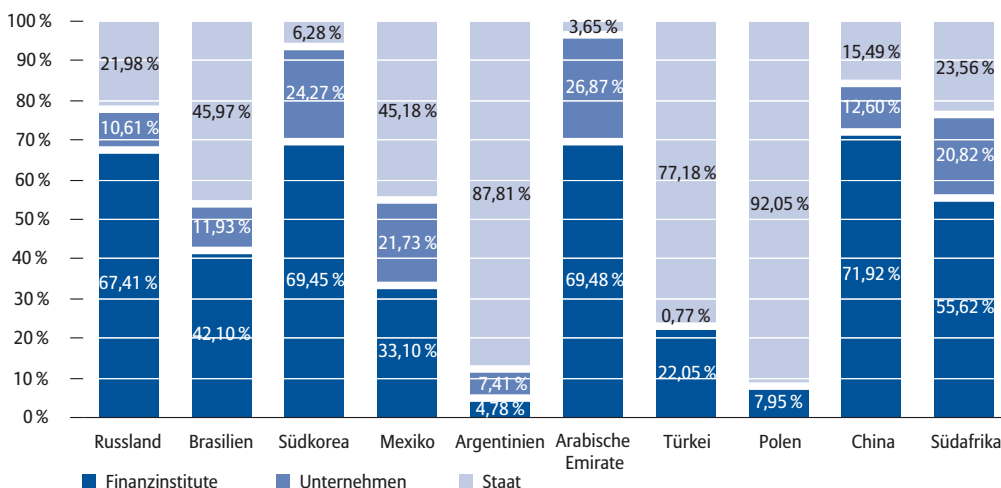
Bezogen auf die Einkommensklassen gemäß Weltbank-Definition gehören fast alle Emerging Markets zu den Ländern mit mittlerem/niedrigem Einkommen. Das nach wie vor existierende ökonomische „Aufholpotenzial“ der Schwellenländer lässt sich anhand des Gefälles zu den Industrieländern erkennen. Spitzenreiter sind Liechtenstein und Luxemburg mit einem Pro-Kopf-BSP von rund 80.315 US-Dollar im Jahr 2005, gefolgt von Norwegen (68.267 US-Dollar) und der Schweiz (49.675 US-Dollar). Die USA auf Platz acht mit (41.674 US-Dollar) und Japan auf 15 (38.980 US-Dollar). Deutschland folgt mit 35.604 US-Dollar auf Platz 19. Der Euroraum liegt in der Rangliste mit 31.914 US-Dollar auf Platz 22 und das globale Pro-Kopf-BSP beträgt 7.230 US-Dollar.

### Kapitalströme in die Emerging Markets

Besonders in der letzten Dekade gewann der Kapitalzufluss in die Emerging Markets an Breite. Eine hohe Wirtschaftsdynamik und damit verbunden attraktive Renditen lockten viele Investoren an, wie Schaubild 1 zeigt. Im Boomjahr 1996 erreichte der Nettokapitaltransfer mehr als 325 Mrd. US-Dollar. Dass der Kapitalverkehr mit den Industrienationen allerdings im Zeitablauf starken Schwankungen unterliegt, zeigt der massive Rückgang der Zuflüsse in den Jahren 1998 und 1999. Ursächlich hierfür war hauptsächlich der Rückzug internationaler Ban-

In Krisenzeiten kürzen internationale Banken ihre Kreditlinien.

Schaubild 5: Lokale Emittenten am internationalen Kapitalmarkt



Aufteilung des ausstehenden Volumens in %, Stand: März 2008.

In der Regel sind öffentliche Adressen die größten Emittenten. In manchen Ländern dominieren allerdings Emissionen des Privatsektors, sodass neben dem generellen Länderrisiko ein Branchen- oder Einzelrisiko existiert.

Quelle: BIZ, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: März 2008

ken, die vor dem Hintergrund der Asien-, Russland- und Brasilienkrise ihr Engagement massiv kürzten. Auch zukünftig werden die Kapitalströme starken Schwankungen ausgesetzt sein. Allein die unterschiedlichen Volumina der Finanzmärkte in den Industriestaaten und Emerging Markets spielen eine große Rolle. So erreicht die Börsenkapitalisierung großer US-Unternehmen die Höhe des BIPs größerer Emerging Markets und die Kapitalisierung selbst größerer Schwellenlandbörsen wie der mexikanischen betrug 2002 weniger als 1% des New Yorker Aktienmarktes. Schon eine marginale Veränderung der Finanzierungsbedingungen in den Industriestaaten oder eine Zunahme der Risikoaversion kann leicht zu Schwankungen im Kapitalverkehr führen, was in den Emerging Markets zu starken Verwerfungen an den lokalen Devisen-, Renten- und Aktienmärkten führt. Dominierend sind die Kapitalströme privater Investoren. Sie machten in den letzten Jahren zum Teil mehr als 90% der gesamten Kapitalströme aus. Dagegen spielen öffentliche Kapitalgeber, wie der Internationale Währungsfonds (IWF), die Weltbank, regionale Entwicklungsbanken oder Regierungen nur eine untergeordnete Rolle. Daher sind auch die Möglichkeiten eingeschränkt, in Krisenfällen mit Finanzspritzen eine Stabilisierung zu erreichen. Seit 2002 bauen die Emerging Markets-Länder Schulden ab, sodass die Kapitalströme per Saldo negativ sind.

## Wichtige Anlageformen

Der internationale Kapitalmarkt erweist sich seit Anfang der Neunzigerjahre als ergiebige Finanzierungsquelle für Schuldner aus den Emerging Markets. Vor allem durch die Schuldenerleichterungsabkommen mit Ländern, die in den Achtzigerjahren ihren Schuldendienst nicht mehr leisten konnten, gewann der Anleihemarkt an Tiefe. Die damals nicht mehr ordnungsgemäß bedienten Darlehen der internationalen Banken wurden in den Schuldenabkommen nach einem Schuldenverzicht in langfristige, überwiegend in US-Dollar denominierte Bonds umgewandelt - dies war die Geburtsstunde der sogenannten Brady-Bonds. Die Bonds sind nach dem früheren US-Finanzminister Nicholas Brady benannt, der 1989 einen Maßnahmenkatalog zur Lösung der Schuldenproblematik von Entwicklungsländern ausgearbeitet hat.

Ein Besicherungselement, das zumindest die Tilgung am Laufzeitende durch in den USA hinterlegte Vermögenswerte garantiert, verringert das Risiko dieser Bonds.

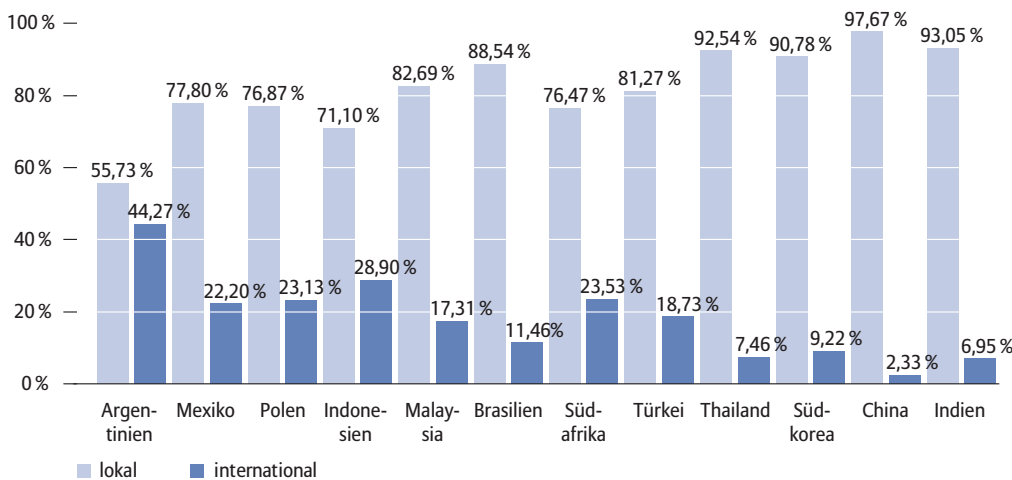
Die ausstehenden Brady-Bonds dürften insgesamt ein Volumen von etwa 130 Mrd. US-Dollar haben. Kreditnehmer sind im Wesentlichen Regierungen aus Lateinamerika. Um den Schuldendienst in der Zukunft zu reduzieren und die verpfändeten Aktiva wieder freizusetzen, haben mittlerweile einige Staa-

Das BSP pro Kopf repräsentiert den ökonomischen Entwicklungsgrad. Quelle für das Pro-Kopf-Einkommen; Weltbank

Selbst kleine Schwankungen im Kapitalverkehr führen in den Emerging Markets zu starken Verwerfungen.

Rückkauf von Brady-Bonds.

Schaubild 6: Bedeutung der lokalen Rentenmärkte



Anteile am ausstehenden Volumen in %

Quelle: BIZ, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: September 2007

ten – vor allem Brasilien – begonnen, ihre Brady-Bond-Emissionen zurückzukaufen und durch Neubegabungen zu ersetzen.

Mit der größeren Tiefe der Bondmärkte nahm auch die Emissionstätigkeit zu. Ohne die Brady-Bonds stiegen die ausstehenden Eurobonds (Anleihen, die nicht auf die Währung des Emissionslandes lauten und außerhalb des Sitzlandes des Schuldners begeben werden) von Emerging Markets-Adressen von 155 Mrd. US-Dollar im Jahr 1994 auf 1.175,5 Mrd. US-Dollar im Jahr 2007 an (siehe Schaubild 2). Der Großteil der Anleihen lautet auf US-Dollar. Euro-denominierte Bonds finden sich vornehmlich in den mittel- und osteuropäischen Schwellenländern sowie in der Türkei und Südafrika. In der Regel weisen die Bonds Laufzeiten von bis zu 30 Jahren und mehr auf und haben eine feste Zinsbindung.

## Größte Emittenten

Schaubild 3 zeigt die regionale Aufteilung der Emerging Markets-Emissionen. Mit einem Anteil von knapp 50% sind Adressen aus Lateinamerika die mit Abstand größten Kreditnehmer. Es folgt Osteuropa mit 35%, danach Asien, dann Afrika/Naher Osten. Dies spiegelt sich auch beim Blick auf die verschiedenen nationalen Emittenten wider (siehe Schaubild 4). Mit Argentinien, Brasilien und Mexiko stammen die drei größten Emittenten aus Lateinamerika. Sie haben zusammen

einen Anteil von gut 32% am gesamten ausstehenden Volumen der Schwellenländer. In absoluten Zahlen sind dies 277 Mrd. US-Dollar.

Die Eurobonds sind überwiegend in US-Dollar denominated.

Die länderspezifische Aufteilung innerhalb eines Landes (Staat, Unternehmen, Finanzinstitute) zeigt Schaubild 5:

- In den meisten Ländern ist der jeweilige Staat oder eine öffentliche Körperschaft der Schuldner. Deren Bonität ist meist höher einzustufen als die der Unternehmen des Landes.
- Für die Gesamtheit der Emerging Markets entfallen 41% aller Begebungen auf staatliche Adressen und jeweils 17% beziehungsweise 42% gehen auf Unternehmen und Finanzinstitute zurück.
- Es gibt jedoch große regionale Unterschiede. Während in Lateinamerika der öffentliche Sektor mit einem Anteil von gut 60% der größte Schuldner ist, ist in Asien der Unternehmenssektor der größte Kreditnehmer (60%).
- Auch auf Länderebene zeigen sich Differenzen. In Argentinien, der Türkei und Ungarn entfallen zwischen 77% und 92% der Verbindlichkeiten am internationalen Kapitalmarkt auf den staatlichen Sektor. Dagegen dominieren in Taiwan (74%), Indien (55%) und Chile (68%) Emittenten aus dem Unternehmenssektor. Relativ

Schaubild 7: Entwicklung des EMBI+ von J.P. Morgan in Basispunkten



Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Juni 2008

hoch ist der Anteil der Schuldner aus dem Bereich der Finanzinstitute in Indonesien, China und Südkorea.

In vielen Emerging Markets wird der Finanzbedarf der verschiedenen Kreditnehmer durch die lokalen Rentenmärkte gedeckt (siehe Schaubild 6). Die Laufzeitenstruktur der lokal begebenen Bonds ist stark durch die Inflationshistorie geprägt. Während in Lateinamerika die hohen Preissteigerungsraten nur sehr kurze Zinsbindungsfristen erlaubten, sind in Asien vornehmlich langfristige Emissionen anzutreffen. Die deutlich niedrigeren Preissteigerungsraten in den letzten Jahren haben die Zinsstruktur-

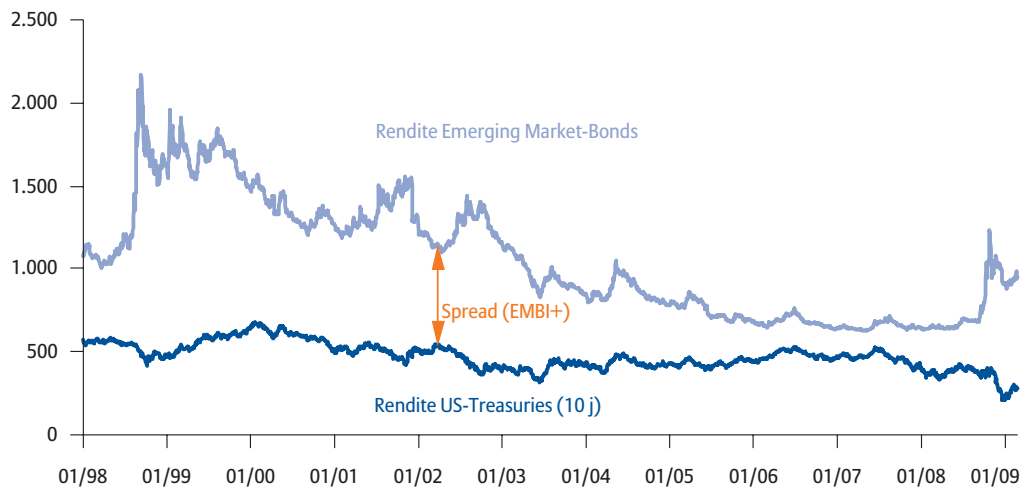
kurve an den inländischen Sekundärmärkten sichtbar stabilisiert. Die Laufzeiten neuer Emissionen nehmen in den meisten Schwellenländern rund um den Globus allmählich zu.

### Erklärung und Determinanten der Spreads

Nach der eher deskriptiven Erläuterung des Anleihsensegmentes der Emerging Markets geht es jetzt ans Eingemachte. Was bestimmt die Höhe der Verzinsung, wie wird die Risikoprämie gemessen und welche Faktoren bestimmen das Zinsniveau?

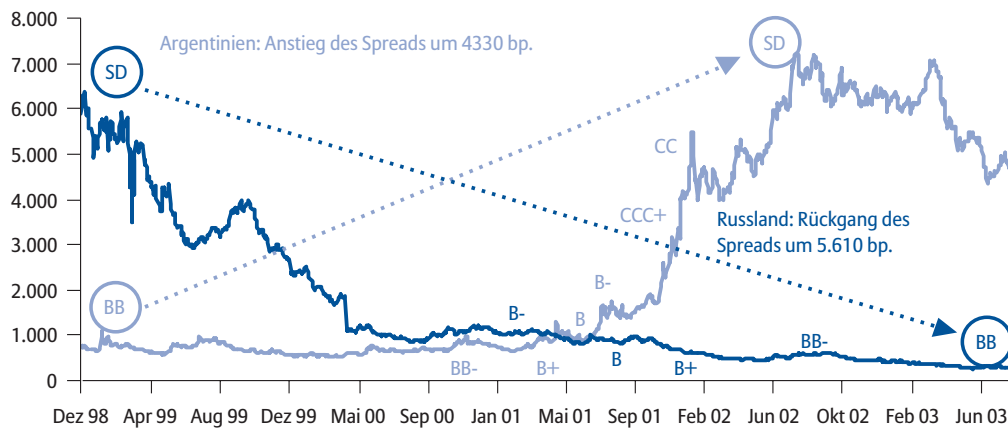
Niedrigere Inflationsraten ermöglichen zunehmende Laufzeiten bei neuen Emissionen.

Schaubild 8: Zusammensetzung der Rendite von Emerging Markets-Bonds in Basispunkten



Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

Schaubild 9: Zusammenhang zwischen Spread und Rating



Darstellung des Spreads in Basispunkten.

Rating: Standard & Poor's.

Quelle: Standard & Poor's, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse

## EMBI+ von J. P. Morgan

Die Rentenmärkte der wichtigsten Schwellenländer können über den J. P. Morgan Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) betrachtet werden. Der Index deckt die in ausländischer Währung denominierte Verschuldung von Emerging Markets ab. Um in den Index aufgenommen zu werden, muss die Bonität eines Landes sowohl von der Ratingagentur Standard & Poor's als auch von Moody's mit BBB- beziehungsweise Baa3 oder besser bewertet werden. Die Kreditwürdigkeit dient hier als Vorfilter. Damit eine Anleihe in den Index einfließt, sind einige Bedingungen zu erfüllen:

- Die Anleihe muss im Allgemeinen in US-Dollar denominiert sein.
- Die am Markt ausstehende Summe der einzelnen Bonds muss mindestens 500 Mio. US-Dollar betragen.
- Die Restlaufzeit muss zum Zeitpunkt der Aufnahme in den Index mindestens 2,5 Jahre betragen.

Nicht ganz überraschend sind Brasilien, Russland und Mexiko die Indexschwergewichte. Sie sind die mit Abstand liquiden und größten Märkte für Eurobonds innerhalb der Emerging Markets.

Schaubild 7 zeigt die Entwicklung des EMBI+ seit Anfang 1998. Die starken Schwan-

kungen sind auf den ersten Blick leicht zu erkennen. Bei einem Durchschnittswert von 586 Basispunkten (entspricht 5,86 Prozentpunkten, da 100 Basispunkte einem Prozentpunkt entsprechen) zwischen Anfang 1998 und Juni 2006 lag der „Peak“ am 10.09.1998 bei 1.697 Basispunkten und das „Low“ am 01.06.2007 bei 149 Basispunkten. Die Schwankungsbreite lag also bei stolzen 1.548 Basispunkten.

## Zinsdifferenz (Spread)

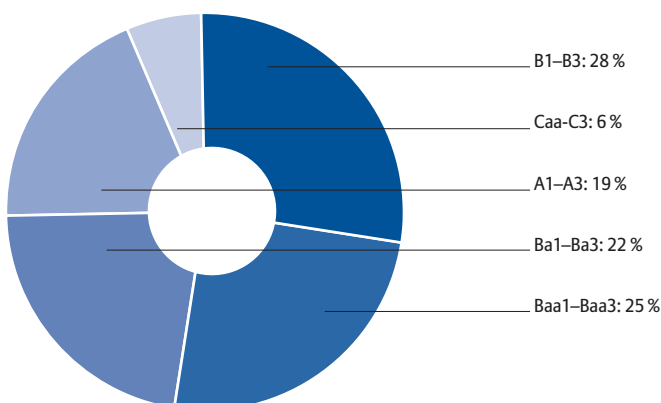
Was sagt ein Spread von 586 Basispunkten aus? Eine grafische Erläuterung zeigt Schaubild 8:

- Die Ausgangsbasis bildet die Rendite zehnjähriger US-Treasury Bonds. Sie sind das liquide und sicherste Anleihensegment weltweit.
- Zur Rendite der US-Treasuries als sicherste Anlageform kommt der sogenannte Spread (Zinsdifferenz) als Risikozuschlag. Risikozuschlag deshalb, weil der Investor mit dem Halten von Emerging Markets-Bonds größere Risiken einget – welche Risiken, zeigt das folgende Kapitel.
- Beide zusammen, also Rendite der US-Treasuries und Risikozuschlag, ergeben die Rendite von Emerging Markets-Bonds.
- Musterbeispiel: Rendite US-Treasury von 5% (500 bp) plus Spread von 9% (900 bp)

Der EMBI+ von J. P. Morgan deckt die in ausländischer Währung denominierte Verschuldung von Emerging Markets ab.

Seit 1998 schwankte der Spread von Emerging Markets-Bonds um rund 1.550 Basispunkte.

Schaubild 10: Aufteilung der Emerging Markets in verschiedene Ratingkategorien



Quelle: Moody's, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse

ergibt eine Rendite für Emerging Markets-Bonds von 14% (1.400 bp).

### Erklärungsfaktoren

Was bestimmt die Höhe der Spreads? Auf den ersten Blick ist die Antwort ganz einfach: Das Länderrisiko ist entscheidend. Auf den zweiten Blick stellt sich aber die Frage, was ein Länderrisiko ist und welche Faktoren es beeinflussen.

Länderrisiken sind sehr eng mit dem Begriff des Forderungsausfalls verbunden. Dahinter verbirgt sich das Risiko, dass die Auslandsverbindlichkeiten (Tilgungs- und Zinszahlungen) nicht mehr ordnungsgemäß bedient werden. Dieser Fall kann eintreten, wenn zum einen der Staat selbst den Schuldendienst einstellt (sovereign risk, politisches Risiko) oder zum anderen die Regierung in den Auslandsschuldendienst der privaten Adressen mittels Devisen- und Kapitalverkehrskontrollen eingreift (Transferrisiko). Vom Länderrisiko deutlich abzugrenzen sind Einzelrisiken (Unternehmensrisiken), Sektorrisiken und Finanzmarktrisiken (systemische Finanzkrisen).

Die Gründe für das Entstehen von Länderrisiken sind vielfältig und oft nicht einfach zu greifen, da es keinen Indikator gibt, der alle Einzelinformationen zu einer Zahl verdichtet

und rechtzeitig Alarm schlägt. Vielmehr sind verschiedene Ursachen zu nennen:

- Aktienmarktkrisen
- Währungskrisen
- Systemische Finanzkrisen: Krise im Bankensektor oder Insolvenzen sehr großer Unternehmen
- Gesamtwirtschaftliche Fremdwährungsliquiditätsengpässe
- Zahlungsunfähigkeit des Staates

Gründe für das Entstehen von Länderrisiken.

### Beurteilungen von Ratingagenturen als Wegweiser

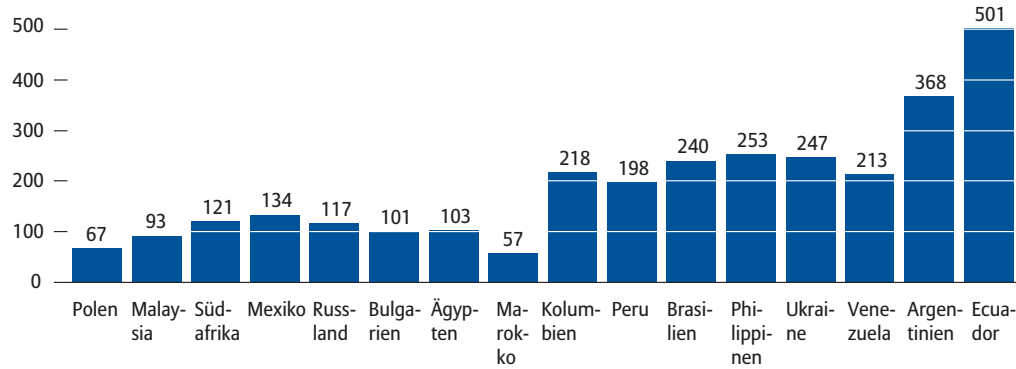
Die von den Ratingagenturen Standard & Poor's und Moody's ermittelten Bonitäten (Kreditwürdigkeiten) der Emittenten geben Hinweise auf das mit dem Kauf eines Bonds eingegangene Risiko. In vereinfachter Form wird zwischen relativ guten Bonitäten (Investment Grade) und relativ schlechten (Speculative Grade) unterschieden (siehe Kasten 1). Zur Ermittlung eines Ratings betrachten die Agenturen eine Vielzahl von quantitativen und qualitativen Informationen. Zu den quantitativen zählen unter anderem:

- Leistungsbilanzsaldo in Relation zum BIP
- Devisenreserven in Prozent der Importe
- Abweichung des realen Wechselkurses von seinem Trend

Kasten 1: Die Ratings von Standard & Poor's und Moody's

	S&P	Moody's	Bedeutung
Investment Grade	AAA	Aaa	Beste Schuldnerqualität, geringstes Ausfallrisiko.
	AA	Aa	Hohe Qualität, etwas höheres Ausfallrisiko.
	A	A	Starke Zins- und Tilgungsfähigkeit, aber etwas anfälliger gegenüber negativen Einflüssen des ökonomischen Umfeldes.
	BBB	Baa	Mittlere Qualität, ausreichende Zahlungsfähigkeit, relativ starke Anfälligkeit gegenüber Veränderungen des Umfeldes.
Speculative Grade	BB	Ba	Spekulative Anlage, zukünftige Zahlungsfähigkeit unsicher.
	B	B	Zukünftige Zahlungsfähigkeit schwach, hohes Ausfallrisiko.
	CCC	Caa	Gegenwärtige Zahlungsfähigkeit gefährdet.
	CC, C	Ca, C	Niedrigste Qualität, gegenwärtige Zahlungsfähigkeit stark gefährdet.
	SD, D	./.	Selektiver oder allgemeiner Zahlungsausfall.

Schaubild 11: Zusammenhang von Rendite und Risiko bei Emerging Markets-Anlagen\*



Darstellung des Spreads in Basispunkten

\* nach Ranking sortiert

Quelle: Moody's, Bloomberg, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: November 2004

- Kurzfristige Verschuldung in Relation zur Liquiditätslage
- Wachstum der inländischen Kredite im Verhältnis zum BIP

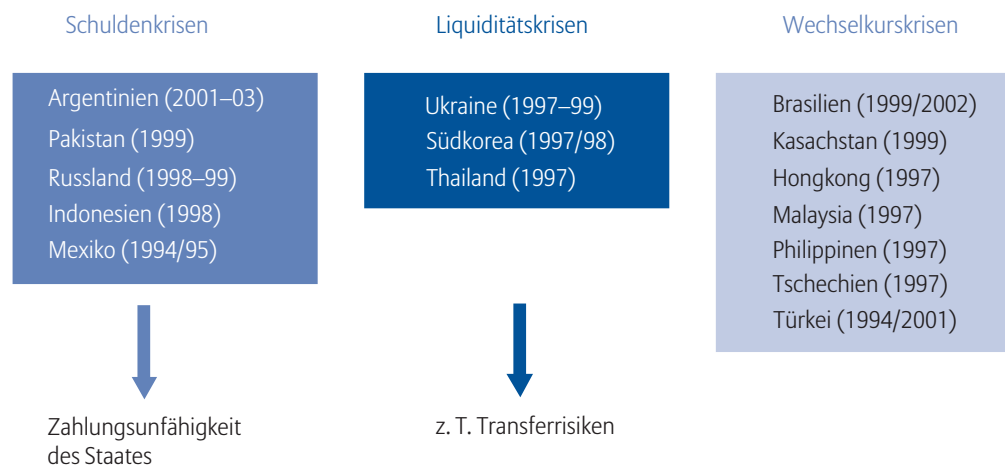
Da nicht alle zur Erfassung von Länderrisiken relevanten Informationen quantitativ ermittelbar sind, fließen auch qualitative Indikatoren in die Bonitätsermittlung ein. Dazu gehören zum Beispiel:

- Geld- und Finanzpolitik
- Stabilität des Finanzsektors
- Umgang mit Wirtschaftskrisen in der Vergangenheit
- Struktur des externen Sektors (unter anderem Abhängigkeit von Rohstoffexporten).

Die Ergebnisse des Ratingprozesses der Ratingagentur Moody's für die Schwellenländer zeigt Schaubild 10. Den zweitgrößten Block stellt der Bereich Baa1–Baa3. Hierin versammelt sind zum Beispiel Thailand, Indien, Mexiko, Bulgarien und Russland. Die Aufteilung zwischen Investment Grade und Speculative Grade sieht leichte Vorteile für die besseren Bonitäten.

Die Einstufungen der einzelnen Länder schöpfen derzeit die komplette Ratingskala aus. Sie bewegen sich von Taiwan (Aa3) bis hin zu Argentinien (Caa1).

Schaubild 12: Emerging Markets–Krisen in der Vergangenheit



In Emerging Markets können verschiedene Arten von Krisen auftreten. Besonders bei lokalen Anleihen ist das Wechselkursrisiko zu beachten.

Quelle: CC Economics, Dresdner Bank AG, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse

## Zusammenhang von Rendite und Risiko bei Emerging Markets-Bonds

Nach den Erkenntnissen der Kapitalmarkttheorie gehören Rendite und Risiko genauso zusammen wie Pech und Schwefel. Das gilt auch für das Anleihssegment der Emerging Markets. Schaubild 9 zeigt diesen Sachverhalt an der divergierenden Entwicklung von russischen und argentinischen Bonds. Zwischen Ende 1998 und Juni 2003 sank der Spread auf Schuldverschreibungen Russlands um mehr als 5.600 bp, was gleichbedeutend mit großen Kursgewinnen ist. Gleichzeitig verbesserte sich das Rating von SD (selektiver Zahlungsausfall) auf BB+. Eine komplett gegenläufige Entwicklung war in Argentinien zu beobachten. Dort stieg die Zinsdifferenz zwischenzeitlich um mehr als 4.300 bp und das Rating verschlechterte sich von BB auf SD. Des Weiteren lässt sich anhand der Entwicklung der Spreads zum einen erkennen, dass der Markt schneller reagiert als die Ratingagenturen. Beispielsweise sank die Risikoprämie für russische Bonds im Juni 2000 auf unter 1.000 bp – ein Rückgang um mehr als 5.000 bp seit Ende 1998 –, während das Rating erst Ende 2000 angehoben wurde. Zum anderen zeigt sich in „Krisenzeiten“ eine hohe Volatilität der Spreads, die selbst in wenigen Tagen um bis zu 2.000 bp schwanken können.

Auch für die gesamte Assetklasse zeigt sich der positive Zusammenhang von Rendite und Risiko (siehe Schaubild 11): geringere Risiken haben geringere Risikozuschläge. Bemerkenswert ist jedoch, dass es einige „Ausreißer“ gibt. So hat zum Beispiel Mexiko gegenüber Bulgarien das bessere Rating, aber einen um 33 bp höheren Spread. Ähnlich ist der Renditeunterschied zwischen Ägypten und Marokko: Rund 46 bp bei gleichem Rating. Neben der Tatsache, dass die Ratingagenturen in ihrer Urteilsfindung oft ein wenig „hinterherhinken“, ist dies auch auf die Größe des Marktsegments und die Liquidität zurückzuführen.

### Krisen, Krisen, Krisen

Hohe Rendite bei niedrigem Risiko – von dieser Konstellation träumt jeder Anleger. Auch

oder gerade bei Engagements in Emerging Markets-Bonds können die in vielen Fällen hohen Renditen nicht ohne Risiko eingestrichen werden. Denn je größer der Spread, desto höher die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls. Dass die Aussichten auf „free lunches“ nicht immer gegeben sind, zeigt ein Blick auf vergangene Schwellenland-Krisen (siehe Schaubild 12). Aus den verschiedensten Ursachen kam es zu Verzögerungen oder Ausfällen bei Kuponzahlungen, Umschuldungen mit Nominalwertkürzungen oder Forderungsausfällen.

Unabhängig von generellen Länderrisiken und zusätzlich zu Transferrisiken kann es auch zu Sektor- und Einzelrisiken kommen, wenn der Emittent aus dem Unternehmens- oder Finanzsektor stammt.

Die Vergangenheit ist zwar nicht immer ein guter Ratgeber für die Zukunft. Aber die Häufigkeit der Krisen zeigt, dass auch zukünftig mit Finanzkrisen gerechnet werden muss, die sich dann möglicherweise in Ursache und Auswirkung von den letzten unterscheiden. Zudem ist davon auszugehen, dass multi- und bilaterale Kreditgeber in Zukunft nicht mehr in bisher gewohnten finanziellen Größenordnungen Gewähr bei Fuß stehen, um Krisensituationen zu entschärfen. Gerade die aktuellen Diskussionen um eine stärkere Einbindung des privaten Sektors bei Umschuldungsverhandlungen verdeutlichen dies.

Es ist also zukünftig verstärkt damit zu rechnen, dass einzelne Schuldner die von ihnen emittierten Bonds nicht mehr bedienen können. Zudem birgt der sich ständig ausdehnende Investorenkreis die Gefahr, dass Anlagegelder zu schnell und in zu grossen Volumina in Projekte mit höherem Risikogehalt fließen. Zusammen mit den generell höheren Risiken in Emerging Markets (ökonomisch und politisch) und der großen externen Abhängigkeit (Risikoneigung der Anleger weltweit) macht dies eine Prognose, wann eine Entwicklung in eine Krise umschlägt, sehr schwer. Daher sollte die Euphorie der Märkte nicht den Blick auf eine rationale Chance-Risiko-Abwägung bei einer Investitionsentscheidung trüben. Hierzu gehört auch, dass man nicht von einem generellen Risiko bei Emerging Markets reden kann. Dies verdeutlichen vor allem die Schaubilder 10 und 11.

Rendite und Risiko sind wie Pech und Schwefel. Auch bei Engagements in Schwellenländern.

# Rentenbenchmarks – alles andere als Langweiler

DAX, Dow Jones, Nikkei – da freut sich der Investor auf echte „News“ von den Aktienmärkten. Aber wo bleiben die leuchtenden Augen, wenn Namen wie „J. P. Morgan GBI Europa“ oder „Merrill Lynch European Currency High Yield“ fallen?

Dabei erfüllen die Indizes auf der Rentenseite genau dieselbe Funktion wie ihre berühmten „Brüder“ vom Aktienmarkt: Sie sind wichtige Gradmesser für die Entwicklung der verschiedenen Rentenmarktsegmente und dienen den Rentenfondsmanagern als Vergleichsmaßstab (Benchmark) für ihre Portfolios.

- Wie lässt sich ein Rentenindex überhaupt konstruieren? Laufen doch festverzinsliche Wertpapiere irgendwann aus und die Schuld wird zurückgezahlt.

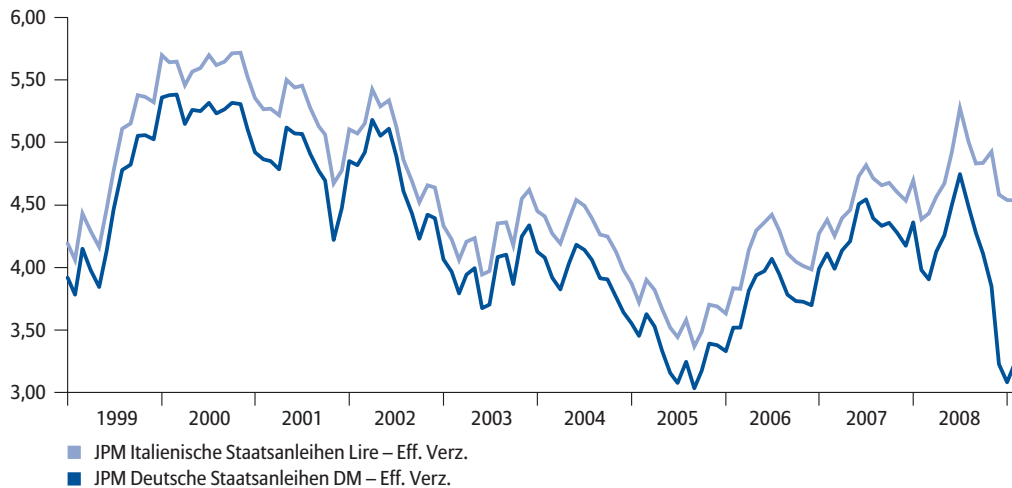
- Woran lässt sich ablesen, ob ein bestimmter Rentenindex ein „guter“ Index ist, also bestimmte Qualitätsanforderungen erfüllt?
- Und: Wer bietet überhaupt Rentenindizes beziehungsweise eine ganze Rentenindexfamilie an? Ist die Familie vollständig? Sind alle Familienmitglieder „wohl geraten“?

Fragen, die alle recht abstrakt und technisch klingen, die aber bei der Entscheidung über die Strukturierung des Rentenportfolios eine wichtige Rolle spielen.

## Summa Oeconomica

- Ein Rentenindex spiegelt die Entwicklung eines bestimmten Rentenmarktsegments im Aggregat wider.
- Im Gegensatz zum Preisindex, der nur die Kursbewegungen beinhaltet, sind im Performance-Index die Gesamterträge aus dem zugrunde liegenden Portfolio enthalten.
- Auf der Grundlage von Rentenindizes lässt sich das Rentenportfolio nach der individuellen Ertrags- und Risikopräferenz strukturieren.
- „Gute“ Rentenindizes erfüllen bestimmte Qualitätskriterien (unter anderem Repräsentativität oder Replizierbarkeit).
- Die großen Indexanbieter stellen Indexfamilien zur Verfügung, die einen Überblick über die verschiedenen Rentenmarktsegmente erlauben.
- Die Aufteilung der Indizes in verschiedene Laufzeitensegmente ermöglicht eine differenzierte Beobachtung der Entwicklung verschiedener Laufzeitenbereiche.

Schaubild 1: Rendite deutscher und italienischer Staatsanleihen seit 1999 (in %)



Italienische Staatsanleihen haben eine höhere Rendite erbracht als deutsche.

Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

**Kasten 1: Definition Anleihen**

Egal, ob die Bezeichnung „festverzinsliche Wertpapiere“, „Festverzinsliche“, „Renten“ oder „Bonds“ lautet, gemeint ist immer dieselbe Assetklasse: Anleihen.

Je nach Risiko-Ertrags-Präferenz stellt sich die Frage, wie das Rentenportfolio optimiert werden kann:

- In welche Regionen und Laufzeiten soll investiert werden?
- Sind Beimischungen risikoreicherer Papiere wie Emerging Markets-Bonds oder Unternehmensanleihen zur Renditeaufbesserung sinnvoll?

Grundlage für diese Entscheidungen bilden Rentenindizes, die die jeweiligen Marktsegmente adäquat abbilden.

Der in Deutschland wohl bekannteste Rentenindex ist der REX (Deutscher Rentenindex), den die Deutsche Börse seit 1988 borsentäglich zur Verfügung stellt. Der Index basiert auf Staatsanleihen und Anleihen staatlicher Institutionen, die eine Restlaufzeit zwischen einem halben Jahr und 10,5 Jahren haben.

Aus dem REX wird die durchschnittliche Umlaufrendite öffentlicher Anleihen abgeleitet. Sie gibt an, welche annualisierte Rendite das dem Index zugrunde liegende Rentenportfolio erzielt hat und ist ein Indikator für das Renditeniveau in Deutschland.

In globalisierten Kapitalmärkten ist die ausschließliche Betrachtung von öffentlichen Anleihen aus Deutschland aber keineswegs ausreichend. Wer über den Tellerrand schaut, kann Spreads (Zinsdifferenzen) nutzen und/oder auf bestimmte Währungen setzen, um höhere Renditen zu erzielen.

So bieten die anderen EWU-Länder zumeist höhere Renditen als Deutschland – und das ohne Währungsrisiko. Italienische Staatsanleihen zum Beispiel haben im Vergleich zu ihren deutschen „Kollegen“ eine konstant höhere Rendite erbracht (vgl. Schaubild 1).

Eine Beimischung von Unternehmensanleihen und Bonds aus den Emerging Markets bietet die Chance auf höhere Renditen, allerdings bei einem höheren Risiko - ein Grund, Indizes, die diese Marktsegmente abdecken, im Auge zu behalten.

Nur auf deutsche Staatsanleihen zu setzen, ist auf Dauer ein bisschen mager.

## Was ist ein Rentenindex?

Dies ist die erste Frage, die zu klären ist.

Ein Rentenindex ist eine Kennzahl, die die Entwicklung eines bestimmten Rentenmarkt-segments zusammenfassend wiedergibt.

Jeder Rentenindex basiert auf einem Portfolio von Bonds, die, gewichtet mit ihrer Marktkapitalisierung, in den Index einfließen. Dabei sind zwei grundlegende Formen zu unterscheiden:

- Preisindex (beziehungsweise Kursindex) erfasst ausschließlich die Kursentwicklung der im Index enthaltenen Papiere.
- Performance-Index (beziehungsweise Gesamtertragsindex) berücksichtigt neben den Kursänderungen auch die Zinserträge und ist Ausdruck des Gesamtertrags der dem Index zugrunde liegenden festverzinslichen Wertpapiere (vgl. Schaubild 2).

Rentenindizes dienen Fondsmanagern als Benchmark: Ein Vergleich von Benchmark- und Fondsentwicklung zeigt auf, ob der Rentenfondsmanager „seinen“ Index geschlagen hat.

### Kasten 2: Rendite und Kurs einer Anleihe

Rendite und Kurs einer Anleihe und damit auch eines Rentenindex verhalten sich gegensätzlich: Steigt die Rendite, zum Beispiel wegen steigender Inflationsangst, sinkt der Kurs und umgekehrt.

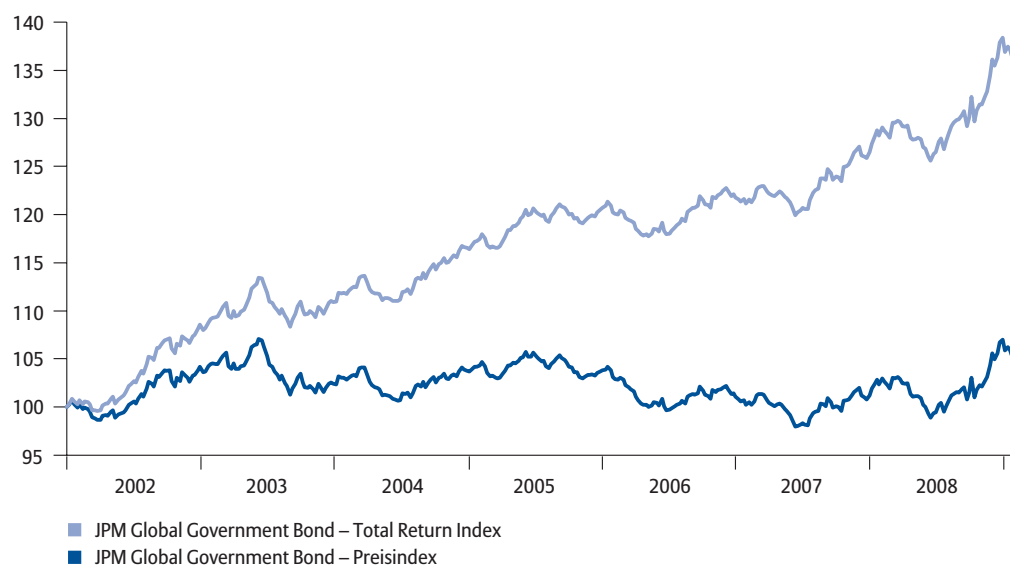
Der Kurs einer Anleihe (eines Rentenindex) ist dem Kurs einer Aktie (eines Aktienindex) vergleichbar: Steigt der Kurs, kann sich der Investor über den Kursgewinn freuen.

## Wie sieht ein „guter“ Rentenindex aus?

Die Konstruktion eines Rentenindex ist schwieriger und aufwändiger als die eines Aktienindex. Dafür gibt es mehrere Gründe:

- Rentenpapiere haben von vornherein eine begrenzte Laufzeit. Nach und nach springen sie von einem Laufzeitensegment ins nächste und verschwinden letztendlich irgendwann vom Markt.

Schaubild 2: J. P. Morgan GBI Global: Preisindex und Gesamtertragsindex



Entwicklung seit 1. 1. 2002, auf 100 rebasiert.

In den Gesamtertragsindex fließen neben den Kursänderungen auch die Zinserträge ein.

Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

- Außerdem kommen ständig neue Titel auf den Markt, die im Index berücksichtigt werden müssen, damit weiterhin eine adäquate Abbildung des Marktes gelingt.
- Rentenindizes müssen daher viel häufiger Anpassungen im zugrunde liegenden Portfolio vornehmen, als dies bei den bekannten Aktienindizes der Fall ist.

Damit ein Rentenindex seine Funktion erfüllen kann, müssen verschiedene Kriterien erfüllt sein. Zu diesen Kriterien gehören:

### Repräsentativität

Ein Index muss den jeweiligen Markt möglichst komplett umfassen und die Gewichte, die die Wertpapiere innerhalb des Marktes haben, korrekt wiedergeben. Da Bonds aus dem Index ausscheiden und Neuemissionen auf den Markt kommen, muss das dem Index zugrunde liegende Portfolio regelmäßig angepasst werden.

### Replizierbarkeit

Ein Index sollte von Marktteilnehmern nachgebaut werden können. Damit sind passive indexorientierte Strategien möglich.

Ein replizierbarer Index stellt eine faire Benchmark für aktiv gemanagte Rentenfonds dar, denn die Fondsmanager können sich an einer Benchmark messen, die eine reale Anlagealternative darstellt.

Um die Replizierbarkeit sicherzustellen, müssen Informationen über die Zusammensetzung des Indexes und die historischen Indexrenditen zeitnah zur Verfügung gestellt werden.

### Akkuratheit und Verlässlichkeit

Die Wertveränderungen des Indexes geben die gewichteten Wertveränderungen der im Index enthaltenen Wertpapiere exakt wieder.

Sämtliche Bestandteile der Gesamrendite des Performance-Indexes müssen berücksichtigt werden: Kursveränderungen, Kuponzinszahlungen, Stückzinsen, (Dis)Agio und die Erträge aus zurückgeflossenen Geldern,

die nicht sofort wieder in Renten investiert werden können. Bei Indizes mit verschiedenen Währungen fallen auch Erträge aus Wechselkursänderungen an.

### Restlaufzeit

Die im Index enthaltenen Bonds sollten eine Restlaufzeit von mindestens einem Jahr haben. Unterjährige Papiere weisen aufgrund der baldigen Fälligkeit nur noch relativ geringe Schwankungen auf und gehören nicht mehr zum Segment „Rentenmarkt“, sondern in den Bereich „Geldmarkt“.

### Stabilität

Rentenindizes sollten ihre Zusammensetzung nicht häufiger als nötig ändern. Änderungen sollten transparent und vorhersehbar sein. Allerdings sind Anpassungen in regelmäßigen Abständen notwendig, damit der Index sein Marktsegment korrekt abbildet.

### Liquidität

Die im Index enthaltenen Bonds müssen ein bestimmtes Mindestvolumen haben, oft gehandelt werden, und die Preisdifferenz zwischen An- und Verkaufspreis sollte gering sein.

Für die Renten sollten jederzeit Preise existieren, und sie müssen vom Investor kurzfristig erworben werden können.

### Auswahlkriterien

Sowohl für die Aufnahme in als auch für die Herausnahme aus dem Index müssen einfache, eindeutige, nachvollziehbare Regeln bestehen. So ist zum Beispiel zu fixieren, wann Neuemissionen in den Index aufgenommen werden und wann genau Bonds mit zu geringer Laufzeit oder mit einem zu geringen Volumen ausscheiden.

### Eintrittsbarrieren

Ein Index sollte nur Marktsegmente abdecken, die keine signifikanten Eintrittsbarrieren haben. Dies betrifft insbesondere internationale Indizes: Investoren müssen die Möglichkeit haben, in allen im Index enthal-

Eine ausführliche Darstellung zu Unternehmensanleihen finden Sie im Kapitel „Unternehmensanleihen – darf's ein bisschen mehr sein?“.

tenen Ländern Wertpapiere erwerben zu können.

## Indexkategorien: eine Grobeinteilung

Um bei großen Indexfamilien den Überblick zu behalten, hilft eine grobe Einteilung in unterschiedlichen Kategorien:

### Emittent

Waren die Rentenmärkte früher hauptsächlich durch die Emissionstätigkeit der Staaten bestimmt, so besteht heute auch ein wachsender Markt für Unternehmensanleihen.

### Länder/Regionen

Neben den Industrieländern decken die Indexfamilien auch die Märkte wichtiger Entwicklungsländer ab. Ob in den Vereinigten Staaten, Europa, Südamerika, Russland oder anderswo, (fast) überall kann investiert und die Länderperformance anhand von Indizes verfolgt werden.

### Bonität

Die festverzinslichen Wertpapiere werden von Ratingagenturen unterschiedlichen Bonitätsstufen zugeordnet. Grob lässt sich

zwischen „Investment Grade“ und „Speculative Grade“ unterscheiden. Wer das Risiko nicht scheut, kann sich etwas „Hochprozentiges“ suchen. Die Indexanbieter erlauben anhand von High Yield-Indizes und Emerging Market-Indizes auch einen Überblick über die Entwicklung von Marktsegmenten für hochverzinsliche Anleihen, die eine geringe Bonität haben.

### Laufzeiten

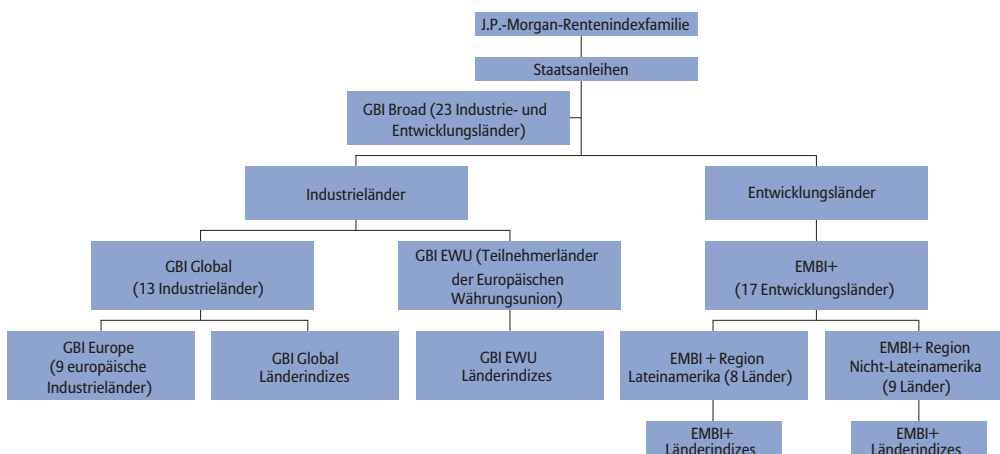
Die Laufzeit ist eine wichtige Determinante der Kursentwicklung. Für die kurzen Laufzeiten ist die Geldpolitik der Zentralbanken von entscheidender Bedeutung, während die langen Laufzeiten stark von den Inflationserwartungen geprägt werden.

Sinken die Inflationserwartungen, profitieren insbesondere die Kurse der Anleihen mit langen Laufzeiten. Die Erwartung von Leitzinssenkungen dagegen kommt besonders den kurzen Laufzeiten zugute.

Eine Kennziffer, die generell das Risiko von Anleihen misst und dabei auch die Laufzeit berücksichtigt, ist die Duration. Sie drückt die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer in Jahren aus. Mit Hilfe der modifizierten Duration kann gemessen werden, wie stark der Kurs einer Anleihe auf eine Änderung des Marktzinses reagiert. Je länger die Restlaufzeit einer Anleihe ist, desto größer ist die Duration.

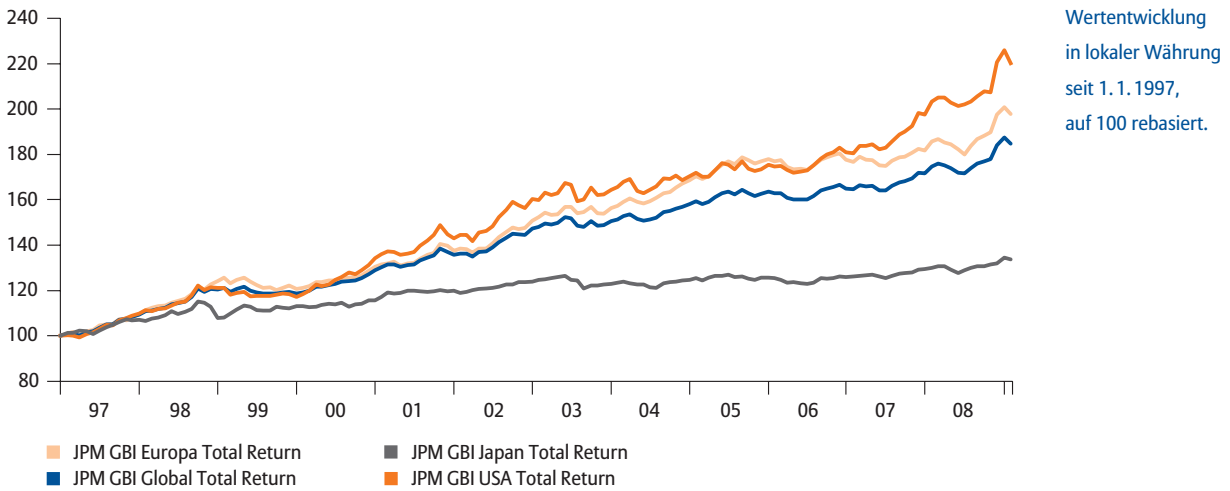
- Wichtig sind die vier W-Fragen:
- Welcher Emittent?
- Welche Region?
- Welche Bonität?
- Welche Laufzeit?

Schaubild 3: Die J.P. Morgan Rentenindexfamilie im Überblick



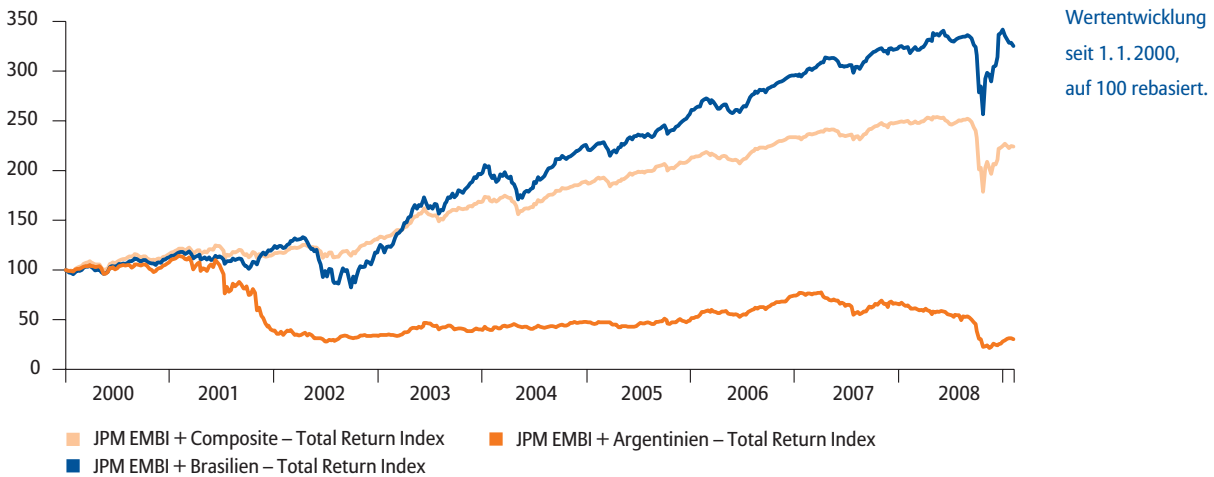
Quelle: J. P. Morgan

Schaubild 4: Entwicklung der J.P. Morgan Government Bond Global Total-Return-Indizes für Europa, USA, Japan und Welt



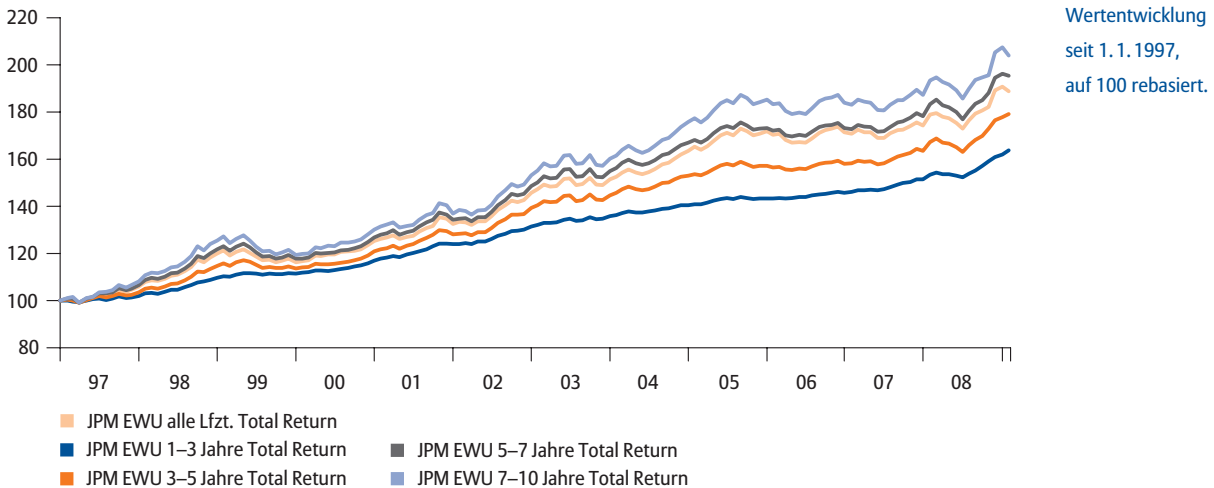
Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

Schaubild 5: Entwicklung des J.P. Morgan EMBI+ Composite sowie EMBI+ Argentinien und Brasilien



Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

Schaubild 6: Entwicklung der Laufzeitensegmente des J.P. Morgan GBI EWU



Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

Indizes berücksichtigen die Rolle der Laufzeiten durch eine Aufteilung des Gesamtmarktes in unterschiedliche Laufzeitensegmente. Damit ist es möglich, die verschiedenen Laufzeiten zu beobachten und gezielt auf bestimmte Laufzeiten zu setzen, um Kursgewinne einzufahren.

## Indexfamilien

Unter den vielen Anbietern von Rentenindizes ragen drei Anbieter heraus, die seit vielen Jahren vielgliedrige Indexfamilien anbieten, die den Kriterien für eine „gute“ Benchmark genügen: Barclays, J.P. Morgan und Merrill Lynch.

Barclays übernahm 2008 die Bondindizes von Lehman Brothers und bietet heute eine der umfangreichsten internationalen Indexfamilien an, die den Interessen von global agierenden Investoren, die weltweit nach Renditechancen Ausschau halten, Rechnung trägt.

Barclays unterscheidet zwischen Makro-Indizes, die die Märkte in ihrer ganzen Breite erfassen, und Mikro-Indizes, die sich auf einzelne Assetklassen spezialisiert haben. Für Investoren, die marktbreit investieren, bieten sich daher die jeweiligen Makro-Indizes an, so zum Beispiel der Euro-Aggregate-Index, der den Anleihemarkt in der Eurozone abbildet. Der Index enthält Staatsanleihen, Unternehmensanleihen

### Kasten 3: Bestandteile im GBI Global und GBI Broad

Im **J.P. Morgan Government Bond Index Global** sind folgende Industrieländer enthalten: Australien, Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Kanada, Niederlande, Schweden, Spanien, USA.

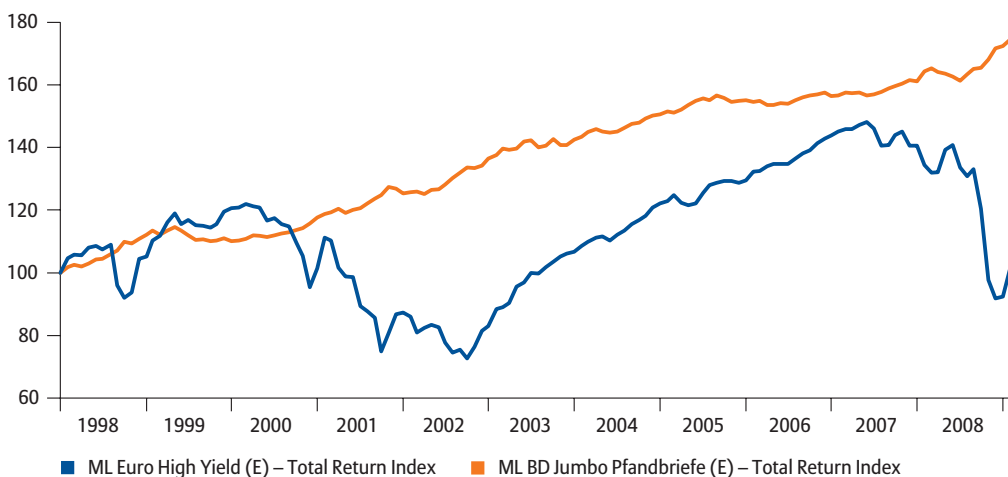
Der **J.P. Morgan GBI Broad** umfasst insgesamt 23 Länder. Zu den schon im GBI Global enthaltenen Ländern kommen noch Finnland, Griechenland, Irland, Korea, Neuseeland, Österreich, Polen, Portugal, Singapur und Südafrika hinzu.

Siehe hierzu auch unser nächstes Kapitel ab S. 40: „Bewertung und Sensitivitätsmaße von Anleihen“.

und Pfandbriefe. Investoren, die sich auf spezielle Marktsegmente konzentrieren, finden bei den Mikro-Indizes ihre passende Benchmark, egal ob es sich um Asset Backed Securities (ABS), Mortgage Backed Securities (MBS) oder Unternehmensanleihen aus dem High Yield-Bereich handelt. Regional lässt sich die Indexfamilie grob in die Bereiche Global, USA, Europa und Asien einteilen.

Ein weiterer Indexanbieter ist J.P. Morgan. Bei der Indexgestaltung sind folgende Kriterien berücksichtigt:

Schaubild 7: Entwicklung des ML EWU Corporate-Pfandbriefe und des ML Euro High Yield-Index



Entwicklung seit 1. 1. 1998, auf 100 rebasiert.

Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

- Es sind nur Wertpapiere enthalten, die kurzfristig gekauft werden können. Änderungen des Indexwertes werden am Folgetag veröffentlicht (Replizierbarkeit).
- Die im Index enthaltenen Papiere müssen oft und bei geringen Transaktionskosten gehandelt werden können (Liquidität). Die Festverzinslichen werden nur in den Index aufgenommen, wenn sie ein marktspezifisches Mindestvolumen haben. Ende 2002 betrug das geringste Volumen eines in einem J.P. Morgan-Index enthaltenen Bonds zum Beispiel rund 250 Mio. US-Dollar.
- Die J.P. Morgan-Indizes werden jeden Monat zum Geschäftsschluss des ersten Wochentages an Marktänderungen angepasst. Dies ist das einzige Anpassungsdatum im gesamten Monat (Repräsentativität und Stabilität).
- Damit ein Bond im J.P. Morgan-Index bleibt, muss die Restlaufzeit des Papiers bis zum nächsten Anpassungsdatum mindestens ein Jahr betragen.

Auch die übrigen Kriterien werden von J.P. Morgan erfüllt.

Die Indexfamilien sind nach dem Baukastensystem aufgebaut und sollen die relevanten Marktsegmente abbilden (vgl. Schaubild 3).

Der Indexanbieter J.P. Morgan hat sich insbesondere mit seinen Rentenindizes, die die Märkte für Staatsanleihen abbilden, einen Namen gemacht. Zu den wichtigsten J.P. Morgan-Rentenindizes gehören:

- GBI Broad
- GBI Global
- GBI Europa
- GBI EWU sowie
- EMBI+

Wie Investoren, die in Staatsanleihen bestimmter Regionen und Länder investieren wollen, von den J.P. Morgan-Indizes profitieren können, zeigen die beiden folgenden Kapitel.

## Regionen und Länder

Der J.P. Morgan Government Bond Index Global (GBI Global), der 1989 erstmals veröffentlicht wurde und sich zu einer der meistgenutzten Benchmarks für global agierende Investoren entwickelt hat, enthält Staatsanleihen von 13 Industrieländern. Die Index-Schwergewichte sind Japan, die USA, Deutschland und Frankreich. Die Spitzenposition gereicht Japan aber kaum zur Ehre: Zeigt sie doch nur, dass das Land eine extrem hohe Staatsverschuldung hat. Neben dem aggregierten Index werden auch die einzelnen Länder abgebildet.

Die Performance ausgewählter Länder zeigt, dass die USA seit 1997 die größten Gesamt-erträge verbuchen konnten, während Japan am schlechtesten abschnitt. Chance und Risiko liegen eng nebeneinander: In den USA war seit 1997 mehr zu holen, dafür musste aber das Währungsrisiko in Kauf genommen werden. Letzteres gilt auch für Japan, allerdings war und ist eine Anlage in Yen wegen der minimalen Renditen nicht empfehlenswert (vgl. Schaubild 4).

Im GBI Broad sind zusätzlich zu den im GBI Global erfassten Ländern noch zehn weitere Länder enthalten. Der GBI Broad bietet damit einen umfassenderen Überblick über die Weltbondmärkte (vgl. Kasten 3).

Für den alten Kontinent bietet J. P. Morgan neben dem GBI Europe, der die neun europäischen Länder aus dem GBI Global erfasst, auch den GBI EWU an, der Staatsanleihen aus den Teilnehmerländern der Europäischen Währungsunion (außer Luxemburg) in einem Index abbildet.

## Emerging Markets

Die Rentenmärkte der wichtigsten Entwicklungsländer können über den J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) beobachtet werden. Dieser Index enthält 17 Entwicklungsländer. Damit ein Land in den Index aufgenommen wird, muss es sowohl von den Ratingagenturen Standard & Poor's als auch von Moody's mit BBB-/-

Rentenindizes geben einen Überblick über die Entwicklung an den Weltbondmärkten.

Baa3 oder geringer bewertet werden. Die Bonität der Länder dient hier als Vorfilter.

Damit eine Anleihe in den Index aufgenommen wird, sind mehrere Bedingungen zu erfüllen:

- Die Anleihe muss in US-Dollar denominated sein.
- Die am Markt ausstehende Summe der einzelnen Anleihen muss mindestens 500 Mio. US-Dollar betragen.
- Die Restlaufzeit muss zum Zeitpunkt der Aufnahme in den Index mindestens 2,5 Jahre betragen.

Indexschwergewichte sind Brasilien, Russland und Mexiko. Diese drei Länder haben die bei weitem liquiden und größten Märkte für Auslandsanleihen.

Die Schuldenkrise in Argentinien hat den EMBI+ für das Land in 2001 stark abfallen lassen (vgl. Schaubild 5). In 2002 führte die Wirtschaftskrise in Brasilien zu einem deutlichen Rückgang des EMBI+ Brasiliens. Auch die Subprime-Krise hinterließ bei allen drei Indizes im Jahr 2008 deutliche Spuren. Die beiden Länder-Indizes zeigen, dass das Länderrisiko in den Emerging Markets beträchtlich sein kann und zu großen Kursverlusten führen kann. Der EMBI+ Composite, der alle Entwicklungsländer enthält, hat sich dagegen seit 2000 positiv entwickelt. Auch bei Renten gilt damit: Diversifikation reduziert das Risiko.

## Emittenten: Vater Staat oder Unternehmensanleihen?

Eine Frage ist noch offen: In wen soll investiert werden? Neben Anleihen von Vater Staat hat sich ein breiter Markt für Unternehmensanleihen (Corporate Bonds) gebildet, der gerade risikofreudigen Anlegern die Möglichkeit verschafft, höhere Renditen einzufahren.

Dies gilt insbesondere für den sogenannten High Yield-Bereich, das sind Unternehmensanleihen, deren Bonität im Non-Investment Grade-Bereich liegt, das heißt, das Rating von Moody's beziehungsweise Standard & Poor's liegt bei Ba1 beziehungsweise BB+ oder darunter.

Im Corporate Bond-Bereich sind die Indizes von Merrill Lynch (ML) wichtige Benchmarks, da die Daten schnell zur Verfügung gestellt werden und leicht zugänglich sind. Außerdem bietet Merrill Lynch eine Untergliederung der Indizes in verschiedene Branchen an.

Zu den wichtigsten Corporate Bond-Indizes gehören:

- ML Corporate-Index (Welt),
- ML EWU Corporate-Index,
- ML Global High Yield-Index,
- ML U.S. High Yield Master II-Index,
- ML European Currency High Yield-Index,
- ML Euro High Yield-Index.

Im ML Euro High Yield Index beispielsweise sind Unternehmensanleihen enthalten, die auf Euro lauten und im Euroraum emittiert werden. Bedingungen für die Aufnahme in den Index sind:

- ein Rating der Unternehmung, das geringer als BBB- ist,
- ein Rating des Landes, in dem die Unternehmung ihren Hauptsitz hat, von mindestens BBB-,
- eine Restlaufzeit der Anleihe von mindestens einem Jahr und
- eine ausstehende Anleihesumme von mindestens 50 Mio. Euro.

Ein Vergleich des ML EWU Pfandbriefe-Index und des ML Euro High Yield-Index zeigt, dass Ersterer in 2008 eine ordentliche Gesamtrendite erwirtschaftet hat, während die High Yields deutliche Verluste hinnehmen mussten. Die Indizes zeigen, dass „High Yields“ vergleichsweise stark schwanken und damit das Risiko großer Kursverluste einkalkuliert werden muss (vgl. Schaubild 7).

## Laufzeitensegmente

Neben der Frage, wo investiert wird, muss geklärt werden, welche Laufzeiten ins Portfolio wandern sollen.

Über die Laufzeiten kann die Duration gezielt verlängert oder gekürzt werden. Je nach Marktlage können kurze, mittlere oder lange Laufzeiten über- beziehungsweise untergewichtet werden, je nachdem, in welchem Bereich die größten Kurschancen erwartet werden.

Am Beispiel des GBI EWU lässt sich die Entwicklung der Laufzeitensegmente nachverfolgen.

Der GBI EWU lässt sich in unterschiedliche Laufzeitensegmente unterteilen:

- 1–3 Jahre
- 3–5 Jahre
- 5–7 Jahre
- 7–10 Jahre
- über 10 Jahre

Die Aufteilung von Indizes in spezifische Laufzeitensegmente erlaubt die Analyse der Entwicklung in den verschiedenen Segmenten.

In den Index aufgenommene Anleihen springen in das nächste Laufzeitensegment, wenn ihre Restlaufzeit zum Anpassungsdatum die Laufzeitengrenze überschreitet.

In den seit 1999 zur EWU zusammenschlossenen Ländern erbrachten die kurzen Laufzeiten (1–3 Jahre) seit 1997 den geringsten, die langen Laufzeiten (7–10 Jahre) den höchsten Gesamtertrag (vgl. Schaubild 6).

„Corporate Bonds“:  
Eine Alternative für risikobewusste Anleger ...

... und Corporate Bond-Indizes zeigen die Entwicklung dieses Segments auf.

# Bewertung und Sensitivitätsmaße von Anleihen

„Total Return“: Zinserträge und Kursgewinne optimieren. Bei Anleihen. Denn: Auch bei (Staats-)Anleihen kann es zu Kurschwankungen kommen. Keine neue Erkenntnis, aber eine, die sich gezielt nutzen lässt.

Anleihemärkte sind spannender, als es auf den ersten Blick erscheint. Wer sein Anleihenportfolio steuern will, muss die wichtigsten Kennziffern dazu verstehen. „Duration“ und „Konvexität“ tauchen als Schlagworte auf. Wer sie kennt, kann Zinsänderungsrisiken minimieren beziehungsweise gezielt Kurssicherung betreiben („Hedging“) oder direkt auf Kursgewinne setzen.

Im Folgenden werden daher Bewertung und Kurssensitivität von Anleihen durchleuchtet und auf ihre Praktikabilität für den Anleger hin abgeklöpft. In einem zweiten Teil geht es dann um Hedging- und Spekulationsstrategien.

## Kurs

Doch zunächst geht es um den Kurs von Anleihen: Wer verstanden hat, wie sich Kurse bei Anleihen bilden, kann von da ausgehend auch alle anderen Effekte ableiten. Die Argumentationslinie folgt hier beispielhaft den Staatsanleihen, da deren Rückzahlungskurs als zu 100% sicher gilt, also keine Ausfallrisiken unterstellt werden müssen.

Grundlage bildet die sogenannte „Barwertmethode“: Der Wert der Anleihe heute entspricht dem Wert der zukünftigen Zahlungsströme, abgezinst auf heute (vgl. Kasten 2).

### Kasten 1:

#### Erläuterungen zur Zinsstrukturkurve

##### Pari

über pari: Kurs  $K$  der Anleihe  $> 100$

pari:  $K = 100$

unter pari:  $K < 100$

##### Zinsstrukturkurve

Die Zinsstrukturkurve stellt die internen Zinsfüße einer Null-Kupon-Anleihe (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 Null-Kupon-Anleihe auf den Barwert zum Ausgangszeitpunkt diskontiert wird. Im Praxisfall werden die entsprechenden Renditen von Staatsanleihen über das Laufzeitenspektrum genommen.

Bei der Steigung der Zinsstrukturkurve werden 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.

Bekannt sind:

- Der Rückzahlungskurs K (auch: Nominalwert), der sich in der Regel auf 100 beläuft;
- die Restlaufzeit T der Anleihe;
- die Höhe der Kupons c und deren Auszahlungszeitpunkte (hier: jährliche Auszahlung);
- die je nach Zahlungszeitpunkt unterschiedlichen Zinssätze i, die sich je nach Laufzeit t aus der Zinsstrukturkurve ergeben (vgl. Kasten 1).

Gesucht wird der Kurs der Anleihe.

### Beispiel

Bei einer Anleihe mit Rückzahlungskurs 100 und einer Restlaufzeit von fünf Jahren ergibt sich (beispielhaft) ein aktueller Kurs von 100,50. Hierzu werden die einzelnen Zahlungen (Kupons und Rückzahlungswert) laufzeitenkongruent auf den Zeitpunkt der Bewertung abgezinst (vgl. Schaubild 1). Konkret heißt dies: Ein in einem Jahr zur Auszahlung kommender Kupon wird mit dem Einjahreszinssatz diskontiert, ein in zwei Jahren anstehender Kupon mit dem Zinssatz für eine zweijährige Laufzeit usw.

### Kasten 2: Die Berechnung des Barwerts

Der Kurs heute entspricht der Summe der Zahlungen morgen, diskontiert mit dem jeweiligen, laufzeitenkongruenten Zinssatz.

Im Spezialfall des Zero-Bonds, der Null-Kupon-Anleihe, wird der Kupon c entsprechend auf Null gesetzt.

$$K_0 = \sum_{t=1}^T \frac{c}{(1+i_t)^t} + \frac{100}{(1+i_T)^T}$$

Kurs = Preis, mit dem der zukünftige Zahlungsstrom heute bezahlt wird.

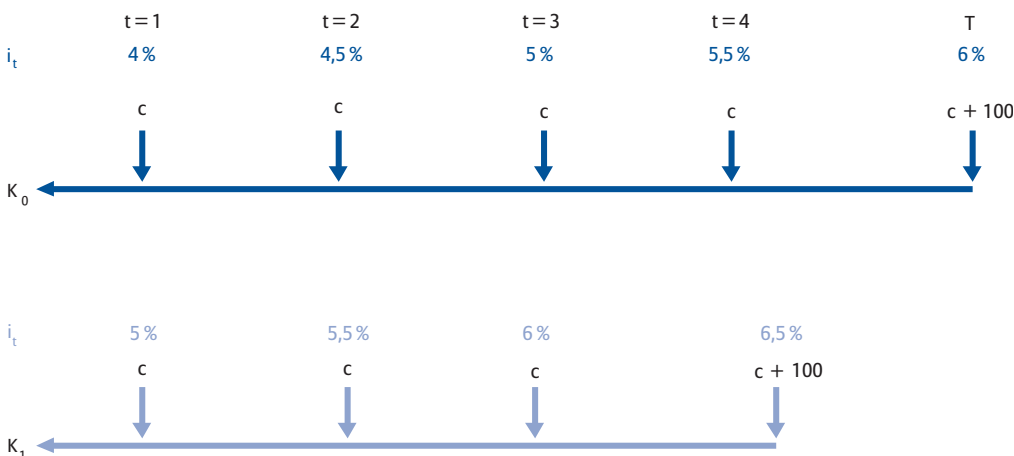
Nach einem Jahr schaut der Investor in sein Depot und stellt fest: Die Anleihe ist 102,01 wert. Geld, das vom Himmel fällt?

Fällt Geld Vom Himmel?

### Beispiel 1: Zeiteffekt

Leider nein. Der Zeiteffekt macht sich bemerkbar. Aus der zuerst fünfjährigen ist eine vierjährige Anleihe geworden. Bei einer „normalen“ Zinsstrukturkurve sinken die Abzinsungsfaktoren im Zeitverlauf. Bei einer anfänglich über pari notierenden Anleihe steigen die Kurse zunächst und nähern sich dann zur Endfälligkeit hin dem Rückzahlungskurs an. Fachleute sprechen von dem „Rolling-Down-The-Yield-Curve-Effekt“, dem „Herunterrollen auf der Zinsstrukturkurve“.

Schaubild 1: Prinzip der Abzinsung



Hier: Die Laufzeit T nimmt um ein Jahr ab.  
In t = 4 hat die Anleihe nur noch eine Restlaufzeit von vier Jahren.  
Gleichzeitig sind die Zinsen i entlang der Zinsstrukturkurve um jeweils einen halben Prozentpunkt gestiegen.

Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse

## Beispiel 2: Zinseffekt

Gleiche Anleihe, gleicher Anfangskurs.  
Aber: Nach einem Jahr ist die Anleihe nur noch 98,44 wert. Was ist passiert?

Zwar wäre der Kurs der Anleihe allein durch den „Roll-Down-Effekt“ auf 102,01 gestiegen. Die Zinsstrukturkurve hat sich aber in der Zwischenzeit nach oben verschoben, das heißt, die Zinsen sind über den gesamten Laufzeitenbereich gestiegen. Würde zum Beispiel der anfänglich in zwei Jahren fällige Kupon statt mit 4,5% mit 4% abgezinst (Zeiteffekt), so wird er wegen des allgemeinen Zinsanstiegs jetzt mit 5%, dem neuen Ein-jahreszins, abgezinst. Der Diskontfaktor ist gestiegen. Der Risikofall einer Zinsänderung ist eingetreten. Bei (erwarteten) Zinsänderungen stellt sich immer die Frage: Wie stark steigt/fällt der Anleihepreis, wenn das Renditeniveau fällt/steigt?

Das Zinsänderungsrisiko ergibt sich nur, wenn die Anleihe nicht bis zur Endfälligkeit gehalten wird. Anders kann es auch eine Chance sein: Sinken die Zinsen am Kapitalmarkt, kommt es zu zwischenzeitlichen Kursgewinnen.

Wie stark aber können diese Auswirkungen auf die Kurse – for good or for bad – sein? Welche Risiken geht der Investor ein, welche Chancen bieten sich ihm? Es geht um die Sensitivität, mit der Anleihen auf Zinsänderungen reagieren. Ein wichtiges Maß für die Kurssensitivität von Anleihen ist die Duration.

### Kasten 3 : Berechnung der Macaulay-Duration

Zur Berechnung der Duration werden Kupons und Rückzahlungsbetrag mit der jeweiligen Haltedauer multipliziert und auf heute abgezinst:

$$D = (1/K) \sum_{t=1}^T t \times CF_t / (1+i)^t$$

Bei der Macaulay-Duration werden die Zahlungen mit dem internen Zinsfuß, das heißt der Rendite bis Endfälligkeit, abgezinst.

- $i$  = interner Zinsfuß (Rendite bis Endfälligkeit)
- $K_0$  = Kurswert der Anfangsinvestition
- $CF_t$  = Cashflow in Zeitpunkt  $t$

Anleihen unterliegen einem Zinsänderungsrisiko.

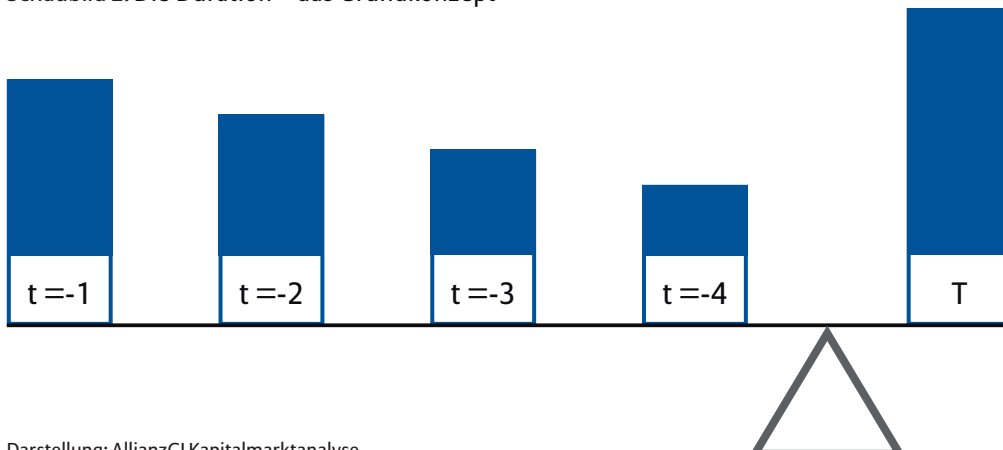
## Duration

Für die Duration gibt es eine Vielzahl an Definitionen. Die gebräuchlichste ist die hier verwendete Macaulay-Duration (vgl. Kasten 3).

Konzeptionell kann die Duration nach zwei inhaltlich verwandten Lesarten interpretiert werden. Sie entspricht:

- der gewichteten Bindungsdauer der Zahlungsströme einer Anleihe, wobei die Bin-

Schaubild 2: Die Duration – das Grundkonzept



Die Duration gleicht einer Waage, welche den Zahlungsstrom im Lot hält.

Zukünftige Auszahlungen verlieren durch die steigende Abzinsung an Gewicht. Zum Zeitpunkt T fällt der Rückzahlungskurs an.

Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse

dungsdauer jeder Zahlung mit ihrem Anteil am Barwert der Anleihe gewichtet wird;

- der durchschnittlichen Laufzeit einer Anleihe, unter Berücksichtigung aller anfallenden Cashflows, das heißt der zufließenden Kupons und des Rückzahlungsbetrages.

Im Klartext heißt dies: Hat eine Anleihe mit einer Laufzeit von fünf Jahren zum Beispiel eine Duration von vier Jahren, dann ist das Anfangskapital durchschnittlich vier Jahre gebunden.

Aus der Duration lässt sich durch einfache Umformung die Kurssensitivität errechnen, mit der eine Anleihe auf eine Renditeänderung reagiert. Dazu wird in der Regel die modifizierte Duration genommen (vgl. Kasten 4). Bei einer modifizierten Duration von vier fällt der Kurs einer Anleihe um 4%, wenn die Zinsen um 1% steigen.

Die (modifizierte) Duration lässt sich auch auf ein gesamtes Anleihenportfolio, zum Beispiel einen Rentenfonds, anwenden. Sie gibt dann Antwort auf die Frage: Wie stark steigt/fällt mein Rentenportfolio im Wert, wenn die Zinsen um einen bestimmten Satz fallen beziehungsweise steigen?

## Eigenschaften der Duration

Die Duration gleicht einer Waage, welche die Zahlungsströme im Gleichgewicht hält (vgl. Schaubild 2). Sie entspricht genau dem Gleichgewichtspunkt zwischen den einzelnen Kuponzahlungen und dem Rückzahlungskurs. Diese bildhafte Darstellung, welche die Duration als Maß für die gewichtete Bindungsdauer des eingesetzten Kapitals versinnbildlicht, verdeutlicht deren Eigenschaften:

- Da die Cashflows auf den Barwert zum Zeitpunkt der Berechnung abgezinst werden, gilt: Je früher die Auszahlungen anstehen, desto geringer ist ihr Abzinsungsfaktor und desto größer ist ihr jeweiliges Gewicht.

### Kasten 4: Duration und Kursänderung

Kurswert = Barwert der Cashflows:

$$K = \sum_{t=1}^T CF_t / (1+i)^t$$

abgeleitet nach  $i$ :

$$dK/di = -\sum_{t=1}^T t \times CF_t / (1+i)^{(t+1)}$$

daraus folgt:

$$dK/di = -D \times P / (1+i)$$

oder auch:

$$dK/K = -D / (1+i) di$$

beziehungsweise:

$$dK/K = -D_M di$$

Steigt die Rendite  $i$  um 1%, dann fällt der Kurs  $K$  um  $D_M$ %.

$D_M$  bezeichnet die „modifizierte Duration“, welche in der Regel zur Anwendung kommt.

- Je kleiner der Kupon, desto größer ist die Duration, da der Rückzahlungskurs relativ an Gewicht gewinnt. Um im (Schau-)Bild zu bleiben: Der Gleichgewichtspunkt wandert weiter nach rechts. Im Spezialfall des Zero-Bonds entspricht die Laufzeit exakt der Duration.
- Anleihen haben keine konstante Duration. Diese ist vielmehr von den Marktgegebenheiten abhängig. Dazu gehören die Höhe der Kupons, die Restlaufzeit und die (aktuelle) Zinsstrukturkurve. Ein bedeutsamer Punkt gerade für Sicherungsstrategien, da die Maßnahmen zur Sicherung des Kurswertes mit der Veränderung der Duration immer wieder adjustiert werden müssen.
- Mit zunehmendem Zinsniveau am Kapitalmarkt nimmt die Duration ab, da die zukünftigen Cashflows stärker abgezinst werden.

Vgl. folgendes Kapitel: „Vor oder hinter der Kurve? – Strategien mit Renten(-fonds)“

Duration ist nicht konstant.

- Zwischen den Kuponterminen nimmt die Duration mit der Zeit linear ab. Um einen Kupontermin herum kommt es zu einem Sprung in der Duration. Der alte Gleichgewichtspunkt verschiebt sich nach rechts.

## Konvexität

Allerdings: Die Duration ist nur ein Näherungsmaß für kleine Zinsänderungen. Kommt es zu größeren Anpassungen, erfasst sie die Kursänderungen nur ungenau, denn sie unterstellt einen linearen Zusammenhang von Zins- und Kursänderung. Tatsächlich ist dieser aber konvex. Die Duration führt daher zu Ungenauigkeiten, die umso größer ausfallen, je größer die Zinsänderung ist (vgl. Schaubild 3).

Wenn die Zinsen fallen, ist die über die Duration bestimmte Kursänderung kleiner als die tatsächliche. Wenn die Zinsen steigen, weist die Duration eine größere als die tatsächliche Kursänderung aus. Das exakte Maß für die Kurssensitivität ist die Konvexität (vgl. Kasten 5).

Aus Schaubild 3 werden die Eigenschaften der Konvexität deutlich:

- Mit steigender (interner) Rendite sinkt die Konvexität des Bonds, entsprechend der Steigung der Kurve.
- Bei gegebener Rendite und Restlaufzeit ist die Konvexität umso größer, je niedriger

### Kasten 5: Berechnung der Konvexität

Die Konvexität einer Anleihe ergibt sich aus einer quadratischen Approximation über eine Taylor-Reihe. Daraus ergibt sich:

$$\text{Konv} = (\sum_{t=1}^T CF_t / (1+i)^{t*2} + (1+i)^{-(T+1)}) / K$$

Zur genauen Berechnung vgl. „Bond Markets, Analysis and Strategies“, Frank J. Fabozzi, 2000.

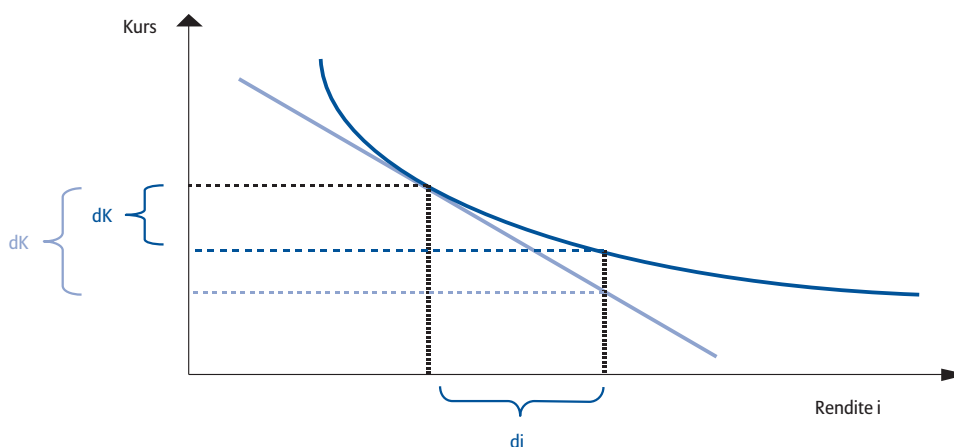
der Kupon ist. Entsprechend reagiert eine Null-Kupon-Anleihe am stärksten auf eine Renditeänderung.

- Mit zunehmender Duration nimmt die Konvexität eines Bonds in steigendem Maß zu. Das heißt: Tauscht ein Investor einen Bond gegen einen anderen mit doppelter Duration, dann nimmt die Konvexität um mehr als das Doppelte zu. Das heißt auch: Die Messungenauigkeit der Duration gegenüber dem Konvexitätsmaß steigt.

Und jetzt? Jetzt wird es erst richtig spannend: Wie können (erwartete) Änderungen der Zinsstrukturkurve genutzt werden? Welche Rolle spielen Geldpolitik und Inflation? Was genau bewirkt der „Roll-Down-Effekt“? Was steckt hinter einer „Barbell-Strategie“? Antworten finden sie im folgenden Kapitel.

hjn

Schaubild 3: Duration vs. Konvexität



Die Duration ist nur ein Näherungsmaß. Exakter ist die Konvexität.

Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse

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

Wurden mit „Bewertungen und Sensitivitätsmaßen“ im vorigen Kapitel dieser Publikation noch die Deckel gelupft, um zu sehen, mit welchen Größen unter anderem 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).

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 zum Beispiel, dass die Zentralbank mit hohen Zinsen die Inflation bekämpft. Die kurzen Laufzeiten steigen mit

den hohen Leitzinsen des Währungshüters. Die Investoren erwarten infolge der rigiden Geldpolitik sinkende Inflationsraten. Die nominalen Renditen von Anleihen mittlerer und längerer Laufzeiten sinken.

Soweit der Blick „auf die Kurve“.

Wer jedoch an den Anleihemärkten eine aktive Rolle einnehmen will, muss „vor der Kurve“ liegen: Er muss die Änderung erken-

### Kasten 1: Zinsstrukturkurve

Die Zinsstrukturkurve stellt die internen Zinsfüße einer Null-Kupon-Anleihe (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 Null-Kupon-Anleihe auf den Barwert zum 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.

nen, noch bevor sie eintritt – sonst liegt er nicht „vorn“, sondern „hinten“.

## In front of the curve

Wie aber vor die Kurve kommen? Wie erkennen, ob die Renditen zum Beispiel über alle Laufzeiten gleichermaßen steigen beziehungsweise 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, sodass die Firmen Mühe haben, die Preise zu halten, statt sie zu senken? Dazu die Frage: Steigt oder fällt die Nettokreditaufnahme des Staates? Das heißt: Muss das Finanzministerium mehr oder weniger Anleihen als erwartet emittieren? Der Kapitalbedarf der öffentlichen Hand wirkt unmittelbar auf die Renditen.

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

## Geldpolitik

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

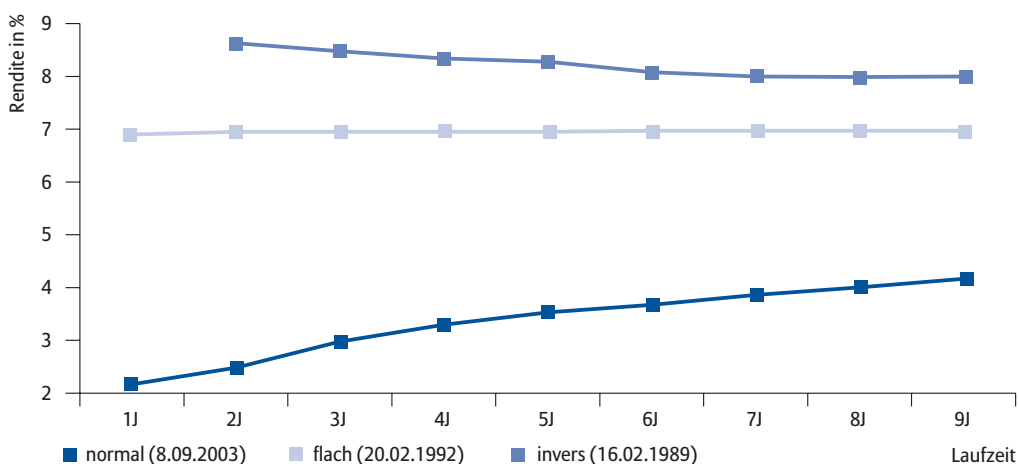
Aber auch die Renditen mittlerer und längerer Laufzeiten können von ihr, mittelbar, bewegt werden.

Die Bildung der Renditen mittlerer Laufzeiten hängt aufs Engste mit der erwarteten Geldpolitik zusammen. Die Erklärung dahinter ist ein sogenanntes 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 zum 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

Schaubild 1: Arten der Zinsstrukturkurve



Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse

Risiko arbitriert werden. Bei effizienten Kapitalmärkten sind derartige „free lunches“ in der Regel nicht möglich.

Aus diesem Arbitragegleichgewicht lässt sich der (implizite) Terminalsatz 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 Terminalsatz für Sechsmontatsgeld. Bei einem unveränderten, aktuellen Satz für Sechsmontatsgeld heute muss – Arbitragegleichgewicht vorausgesetzt – auch der Zwölfmonatsatz 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.

## Die Kurve in Bewegung

Die Zinsstrukturkurve ist (fast) immer in Bewegung. Zwei Bewegungsmuster lassen sich dabei unterscheiden, an denen strategische Überlegungen ansetzen (vgl. Schaubilder 2–4):

- Die Verschiebung der Kurve
- Die Drehung

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

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

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 Versteilung.

Beide Fälle beziehen sich auf die „Laufzeitenspreads“, das heißt die Renditeabstände zwischen den einzelnen Laufzeiten: Bei der Abflachung nehmen diese ab, bei der Versteilung weiten sie sich aus.

## 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 zum Beispiel 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 1%, 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.

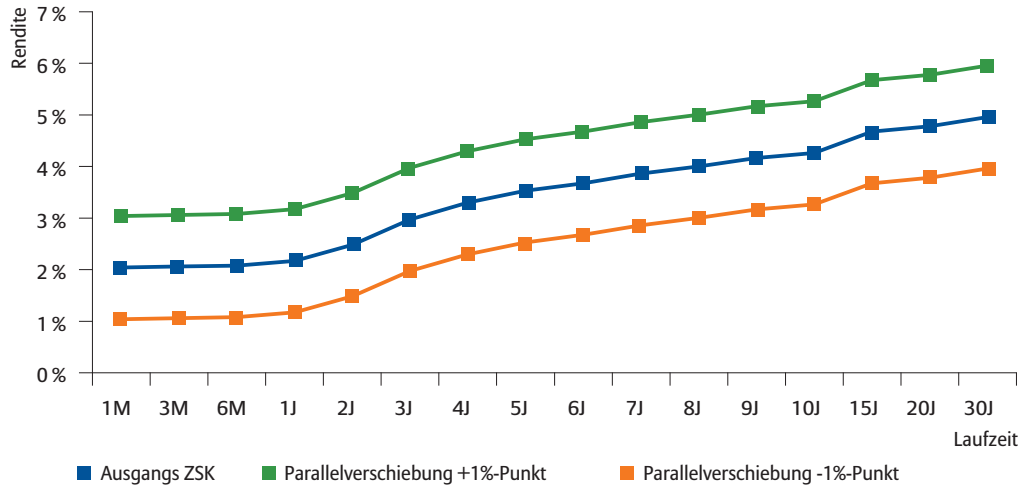
Zu beachten ist: Da das Konzept der Kurssensitivität von einer Anleihe auf ein ganzes Portfolio übertragen wurde, heißt dies implizit auch, dass die Strategie von einer Parallel-

Butterfly

Drehung

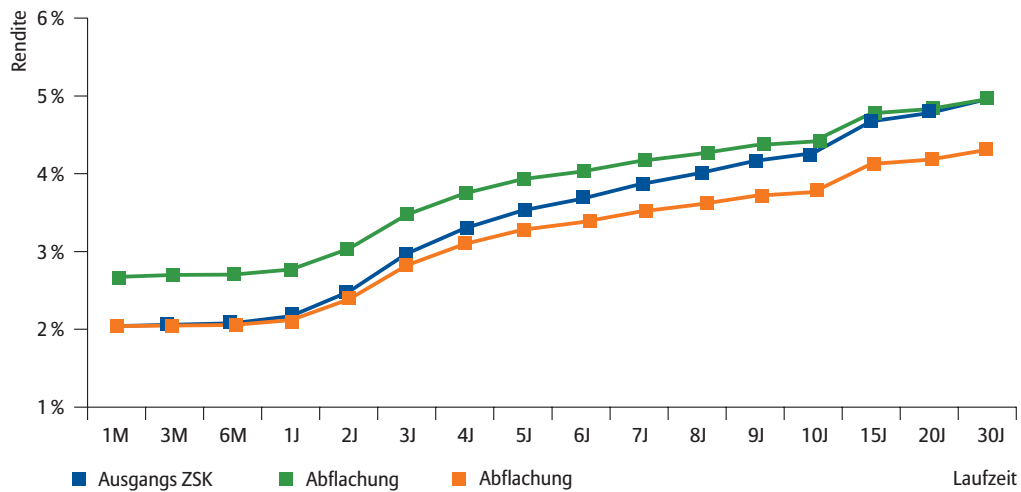
Parallelverschiebung

Schaubild 2: Bewegungsmuster der Zinsstrukturkurve: Parallelverschiebung ...



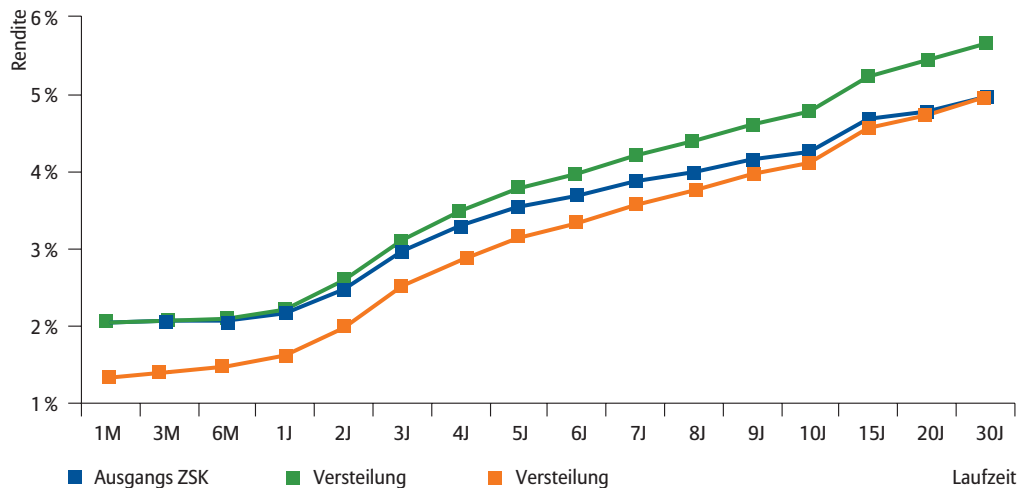
Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse

Schaubild 3: ... Abflachung ...



Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse

Schaubild 4: ... und Versteilung



Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse

verschiebung der Zinsstrukturkurve ausgeht, das heißt, die Rendite einer Anleihe mit fünf Jahren Laufzeit steigt/fällt ebenso um 1 % wie die Rendite einer sechs-, einer sieben-jährigen... usw.

## Laufzeiten

Andere 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 (zum Beispiel die mittleren Laufzeiten) oder auf wenige, aufeinander folgende Laufzeiten (zum Beispiel Restlaufzeiten zwischen sieben und neun Jahren).

Die Barbell-Strategie setzt Schwerpunkte an zwei unterschiedlichen Segmenten der Zinsstrukturkurve. So können Übergewichtungen zum Beispiel 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 den jeweiligen Zinsänderungserwartungen ausgewählt.

Geht der Investor zum Beispiel 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 sogenannten „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) Zinsänderung vorteilhafter gegenüber den anderen ist. Dies kann nur durch eine Simulationsanalyse im Vorfeld festgestellt werden.

Bullet, Barbell & Ladder.

## 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, zum Beispiel US-Dollar, lautende Anleihen können gegenüber den Anleihen des eigenen Staates 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 aufgezehrt wird.

Erwartungen bestimmen die Strategie.

International allozierende Rentenfonds bieten sich hier für das Portfolio an, oder zum Beispiel Fonds, die in Staaten mit Konvergenzphantasie Richtung Euroland investieren.

## Spreadstrategien

Dabei kann neben erwarteten Wechselkursgewinnen und/oder dem 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. Die Bonität kann sich dabei auf Staaten (Industriestaaten vs. Emerging Markets) wie auch Unternehmen (zum Beispiel Staatsanleihen vs. Unternehmensanleihen mit Investment Grade oder Speculative Grade) beziehen.

Spreadstrategien setzen dabei an zwei Intentionen des Anlegers an:

- Erzielen einer höheren Rendite und
- Kursgewinne durch Spreadeinengung.

Steht eine höhere Rendite im Vordergrund der Investitionsentscheidung, dann setzt der Investor auf einen unveränderten Renditeaufschlag. Er investiert beispielsweise 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, das heißt des Spread erwarten. Das kann zum Beispiel der Fall sein, wenn sich die Finanzlage des Unternehmens verbessert

und damit auch die Ausfallwahrscheinlichkeit der Anleihe geringer wird. In der Regel kommt es dann zu einer Anhebung der Bonität und damit zu einer Absenkung des Spreads.

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

# Real Return!

Das „Inflationsgespenst“ ein für alle Mal für tot erklären? Egal was in Zukunft noch alles passiert? Egal wohin die Staatsdefizite treiben, egal auch was der Ölpreis macht? Gibt's das?

Gibt es.

Die Antwort heißt „Real Return“ – ein modernes Investmentkonzept, bei dem der tatsächliche Vermögenszuwachs unabhängig von der Inflation ist.

Die Basis eines solchen Konzepts steht auf vier Säulen:

- Ausgangspunkt sind inflationsindexierte Anleihen, deren Entwicklung an einen (europäischen) Preisindex gebunden ist, wodurch die Wirkung der Inflation weitestgehend ausgeschaltet wird.
- Gegebenenfalls kann es zusätzlich zu einer Beimischung von inflationsindexierten Anleihen kommen, die an „globale“ Preisindizes (zum Beispiel für die USA oder Kanada) gekoppelt sind.
- Dazu bieten sich weitere Assetklassen an, die in bestimmten Szenarien ebenfalls „reale“ Erträge erwarten lassen, wie zum Beispiel Rohstoffe.
- Last but not least bedeutet Real Return auch: Ein erfahrenes Fondsmanagement, das „Alpha“ generieren kann.

Wie aber funktionieren inflationsindexierte Anleihen? Wo liegen ihre Chancen?

## Summa Oeconomica

Inflationsindexierte Anleihen sind für Anleger aus mehreren Motiven heraus interessant:

- Sie können, besonders bei einem erwarteten Anstieg der Inflationsrate, sowohl taktisch als auch strategisch (Inflationsschutz und Effizienzsteigerung) genutzt werden. Dabei steigt ihr Nutzen, je stärker die Inflationserwartung des Anlegers von der Erwartung des Marktes, die sich in der Regel in den Kursen der nicht-indexierten Anleihen widerspiegelt, abweicht. Erst in einem Szenario hoher Inflation und der Erwartung eines Inflationsrückgangs würde sich die taktische Vorteilhaftigkeit zugunsten nicht-indexierter Anleihen verschieben: Der Rückgang der Inflation würde zu sinkenden Renditen und steigenden Kursen führen, während bei einer indexierten Anleihe lediglich die nominale Rendite durch den sich verringenden Inflationsausgleich sinkt.
- Strategisch begründen „Real Return-Anleihen“ eine neue Assetklasse, die nicht nur dauerhaft einen Teil des Portfolios vor den Risiken der Inflation schützen kann, sondern gleichzeitig zu einer Effizienzverbesserung im Sinne eines verbesserten Risiko-Ertrag-Profiles beiträgt.

## Inflationsindexierte Anleihen

Pionier auf diesem Gebiet dürfte das britische Schatzamt sein, welches bereits 1981 indexierte Anleihen auflegte.

Mit den TIPS („Treasury Inflation Protection Securities“) legte das US-Schatzamt im Januar 1997 inflationsindexierte Staatsanleihen auf. Eine Form von Anleihen, die mittlerweile auch im Euroland bekannt ist. Im September 1998 emittierte Frankreich derartige Anleihen als OATi (indexierte Obligation Assimilable du Trésor). 2003 folgten Italien und Griechenland. In Deutschland gibt es diese indexierten Staatsanleihen unter den Namen BUNDi. Die Liquidität des Marktes hat sich in den letzten drei Jahren auf ein Volumen von mehr als 770 Milliarden Euro weltweit fast verdoppelt. Der Löwenanteil dieser Anleiheform entfällt auf die USA mit ca. 284 Milliarden Euro (Stand: 2008).

Inflationsindexierte Anleihen haben – aus Investorensicht – eine Aufgabe: Sie schützen den Anleger vor den Auswirkungen der Inflation. Nichts ist unangenehmer für einen Anleiheninvestor als der Anstieg der Inflationsrate. Denn was passiert?

Zum Zeitpunkt des Kaufs einer Anleihe hat sich am Kapitalmarkt eine bestimmte Inflationserwartung herausgebildet, die

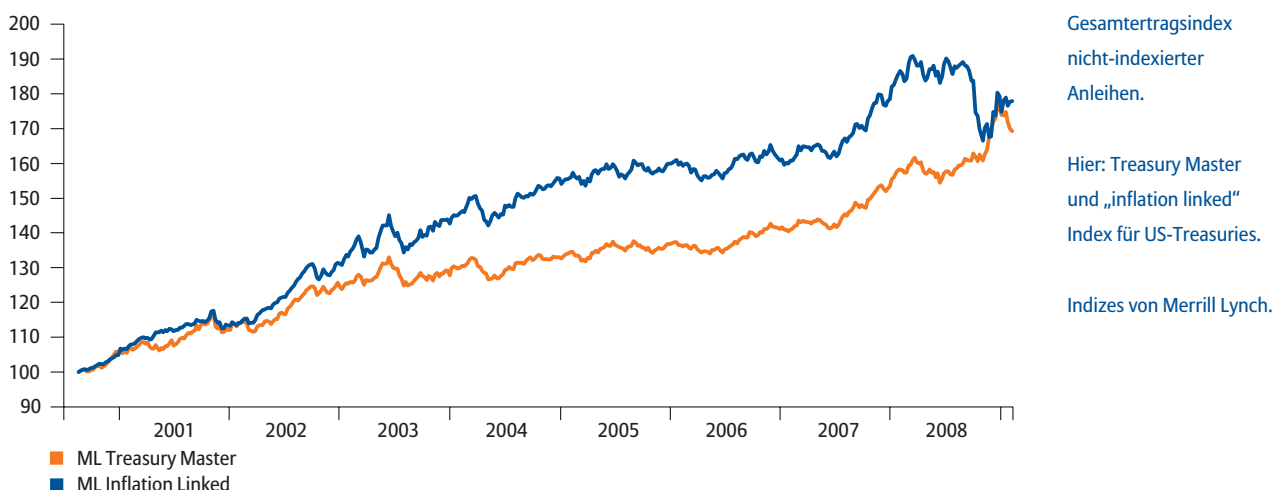
sich in der Rendite – und damit in den Anleihekursen – widerspiegelt. Steigt zukünftig die Inflation bzw. die Inflationserwartungen, dann steigen die Renditen und die Kurse fallen. Gleichzeitig werden auch die Kuponzahlungen weniger wert, da die Kaufkraft schwindet. Die Inflation frisst einen Teil des Ertrages auf, im schlechtesten Fall sogar mehr als das. Was gesucht wird ist ein ...

## Inflationsausgleich

Anders die indexierten Anleihen. Hier wird der Nennwert der Anleihe nach einer vorher festgelegten Zeitspanne (in der Regel ein halbes Jahr) um die aktuelle Inflationsrate fortgeschrieben. Der inflationsbedingte Kaufkraftverlust wird dadurch aufgefangen.

Der Kupon ist kein gleichbleibender Betrag („4 Euro auf den ursprünglichen Nennwert von 100 Euro“), sondern ein fester Prozentsatz, der sich auf den jeweils um die Inflation angepassten Nennwert bezieht. Dadurch wird auch die Kuponzahlung um die Wirkung der Inflation adjustiert. Die Anpassung erfolgt dabei in der Regel nur in einer Richtung. Kommt es zu einer „negativen Inflationsrate“, also einer Deflation, erfolgt die Tilgung der Anleihe mindestens zum ursprünglichen Nennwert, wird also nicht um die Deflationsrate gekürzt.

Schaubild 1: Indizes im Vergleich



Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

## Beispiel

Eine Anleihe wird zu 100.000 Euro emittiert. Der Kupon lautet auf 3,5%. Die nach Ablauf eines halben Jahres gemessene Inflation beträgt 3% p. a., etwa 1,5% je Halbjahr. Der inflationsindexierte Nennwert ist dann 101.500 Euro. Multipliziert mit einem Kupon von 1,75% (3,5% : 2) ergibt sich eine Zahlung von 1.776,25 Euro.

Folge: Der Anleger wird vor der Inflation geschützt. Dabei kann es zu „technisch“ bedingten Abweichungen kommen, zum Beispiel wenn statt des umfassenden Verbraucherpreisindex nur ein eingeschränkter Warenkorb als Grundlage verwendet wird. Üblich ist zum Beispiel die Koppelung der Anleihe an einen Verbraucherpreisindex, der Tabakwaren nicht berücksichtigt. Starke Raucher erhalten also keinen Ausgleich für steigende Preise bei Tabakwaren. So betrachtet stellen sich Nichtraucher besser (vgl. Exkurs).

## Portfolioüberlegungen

Da ein Anleger mit inflationsindexierten Anleihen kein Inflationsänderungsrisiko eingeht, wird er auf diese Risikoprämie als Renditebestandteil verzichten müssen – aber dafür „verzichtet“ er eben auch auf die negativen Folgen der Inflation. Der Infla-

tionsschutz ist aber nicht der einzige Vorteil. Indexierte Anleihen können besonders unter zwei Aspekten für das Portfolio von Bedeutung sein:

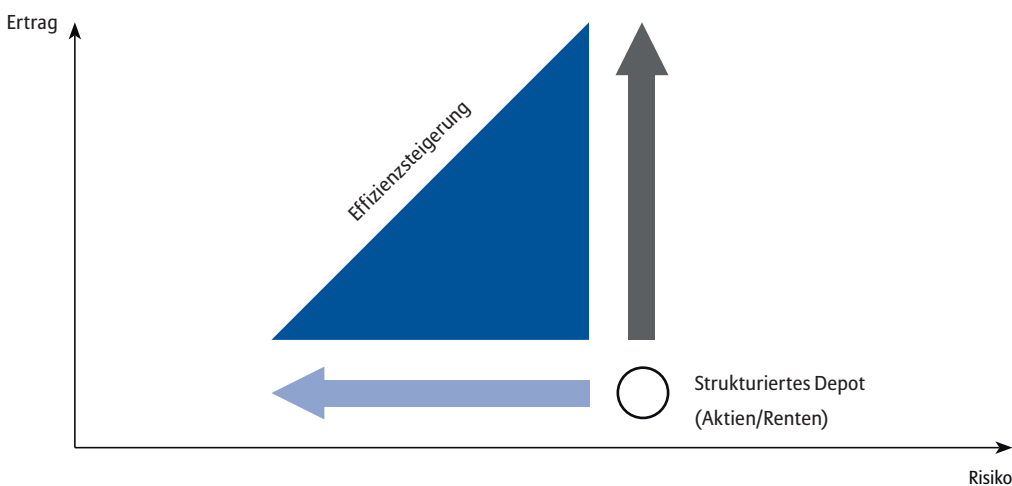
- **Taktik/Timing:** Der Anleger nutzt kurzfristige Opportunitäten am Markt und versucht Kursschwankungen zu seinen Gunsten auszunutzen.
- **Strategie/Effizienz:** Der Anleger setzt bei seiner langfristig ausgerichteten, taktischen Asset Allocation indexierte Anleihen ein, um damit das Risiko-Rendite-Profil seines Portfolios zu verbessern.

## Taktik/Timing

Im Mittelpunkt der taktischen Überlegung steht die Break-Even-Inflationsrate. Sie ergibt sich aus der Differenz der Rendite einer „normalen“ und einer indexierten Anleihe gleicher Laufzeit und gleicher Bonität. Die Break-Even-Inflationsrate kann als Erwartungswert der Marktteilnehmer bezüglich zukünftiger Inflationsraten gewertet werden. Diese sich in den Kursen widerspiegelnden Erwartungen sind eine Momentaufnahme, die sich jederzeit ändern beziehungsweise die durch die tatsächliche Entwicklung der Inflationsrate gestört werden können.

Vgl. u. a. Kapitel „Bewertung und Sensitivitätsmaße von Anleihen“ und „Vor und hinter der Kurve“.

Schaubild 2: Mehr Ertrag – weniger Risiko



Die Assetklasse „Real Return“ kann zur Portfoliooptimierung beitragen und zu einem höheren Niveau der Markteffizienzlinie führen.

Ziel: Mehr Ertrag bei gleich viel oder weniger Risiko, beziehungsweise gleicher Ertrag bei niedrigerem Risiko.

Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse

Drei Szenarien sind dabei denkbar:

- Bleiben die Inflationserwartungen unverändert beziehungsweise entspricht die aktuelle Inflationentwicklung den Erwartungen, dann ändert sich die Break-Even-Inflationsrate nicht. Die Investoren in eine nicht-indexierte und in eine indexierte Anleihe stellen sich gleich gut.
- Sinkt die Inflation beziehungsweise sinken die Inflationserwartungen, das heißt, sie fällt unter die Break-Even-Inflationsrate, dann steigt der Kurs der nicht-indexierten Anleihe, jener der indexierten wird lediglich um einen geringeren Inflationsanstieg angepasst. Kursgewinne aus Gründen einer veränderten Inflationsrate kann es ja nicht geben, da diese sowohl bei steigenden als auch bei sinkenden Raten ausgeglichen wird.
- Taktisch stellt sich ein Investor in inflationsindexierten Anleihen dann besser als ein Anleger in nicht-indexierte, wenn Letztere die zukünftige Inflation unterschätzen. Denn: Steigen die Preise stärker als erwartet, überschreiten sie also die Break-Even-Inflationsrate, kommt es bei der herkömmlichen Anleiheart zu Kursverlusten, sobald die – nominalen – Renditen wegen der höheren Inflation steigen.

## Strategie/Effizienz

Nicht nur das Durchreichen des Inflationsrisikos an den Emittenten kann von strategischer Bedeutung bei der Investition in inflationsindexierte Anleihen sein, sondern auch der Aspekt der Portfoliooptimierung. Dabei geht es um die Verbesserung des Risiko-Ertrag-Profiles. Im Idealfall kann durch die Beimischung von indexierten Anleihen zu einem aus konventionellen Anleihen und

Aktien bestehenden Portfolio die Markteffizienzlinie „nach oben“ verschoben werden.

Die Überlegungen setzen dabei an einer gedanklichen Aufspaltung der nominalen Anleihenrendite in die Realrendite und einen Zuschlag für den Ausgleich der (erwarteten) Inflation an.

- Auf den Kurs einer herkömmlichen Anleihe wirken sich die Schwankungen sowohl der Inflation als auch des Realzinses aus. Auf den Kurs einer indexierten Anleihe können sich aber nur die Schwankungen des Realzinses auswirken, deshalb sollten sie eine geringere Volatilität als herkömmliche Anleihen aufweisen.
- Auch sollten indexierte Anleihen deutlich weniger volatil sein als Aktien, die, wie die Vergangenheitsbetrachtung zeigt, volatiler als Anleihen sind.
- Da ihre nominale Rendite direkt an die Inflation gebunden ist, sollten sich die indexierten Anleihen auf längere Sicht als hoch korreliert mit der Inflationsrate erweisen: Kurs und Kupon steigen beziehungsweise fallen mit der Inflationsrate. Damit verhalten sie sich in diesem Punkt gegensätzlich zu „normalen“ Anleihen. Deren Kurse fallen, wenn die Inflation steigt und umgekehrt. Dieses gegensätzliche Verhaltensmuster der beiden Anleihearten lässt eine geringe Korrelation erwarten.
- Dieses Profil einer geringeren Volatilität und einer geringen/negativen Korrelation mit herkömmlichen Anleihen lässt sich zur Portfoliooptimierung sowohl für das Rentenportfolio als auch für das Gesamtportfolio nutzen („Diversifikationseffekt“). Wobei der Nutzen mit zunehmender Inflation steigt.

Vgl.: „Portfoliooptimierung in der Praxis“ (<http://www.allianzgi.de/kapitalmarktanalyse.de>).

hjn

# Exkurs: Indexierte Anleihen und Inflationserwartungen

Als Indikator für die bereits in den Anleihekursen befindlichen Inflationserwartungen haben inflationsindexierte Anleihen eine große Bedeutung, dabei müssen allerdings einige Faktoren im Hinterkopf behalten werden, die zu Verzerrungen führen können.

Verzerrungen, die auch aus Anlegersicht von Interesse sind. Wie im Hauptteil beschrieben, steht hier die Break-Even-Inflationsrate im Mittelpunkt der Betrachtungen. Sie ergibt sich aus der Renditedifferenz einer nicht-indexierten und einer indexierten Anleihe und gilt als Ausdruck der Inflationserwartungen.

Dabei kommt es zu folgenden Verzerrungen:

- Bei dieser Art der Berechnung wird unterstellt, dass sich die aktuell gemessene Inflation und die in den Anleihekursen eingepreisten Inflationserwartungen entsprechen. Während die tatsächliche Inflation eine Gegenwartsgröße ist, handelt es sich bei der Inflationserwartung um eine Zukunftsgröße.
- Die sich aus der Break-Even-Inflationsrate ergebende Inflationserwartung ist an die Laufzeit der beiden verglichenen Anleihen gebunden. Anleihen mit einer Laufzeit von zum Beispiel zehn Jahren haben nur eine eingeschränkte Aussagekraft für die Inflationserwartungen auf Sicht von zum Beispiel ein oder zwei Jahren, denn auf längere Sicht kann sich viel ändern (Ausbau von Staatsdefiziten, Änderungen in der Geldpolitik, die Rückbildung kurzfristig überhöhter Rohstoffpreise...). Wer sich ein Bild über die Inflationserwartungen machen will, muss diese immer vor dem Hintergrund der betrachteten Laufzeit sehen.
- Nicht-indexierte Anleihen enthalten eine Risikoprämie für das Inflationsrisiko, denn der Anleger ist risikoavers. Er will böse Überraschungen bei der Inflation ausschließen und weiß, dass die Schätzung der Inflation mit Risiken verbunden ist. Für dieses Risiko einer sich gegenüber den Erwartungen zum Investitionszeitpunkt ändernden Inflation will er eine entsprechende Risikoprämie. Eine Prämie, die bei einer inflationsindexierten Anleihe ruhig entfallen kann, wodurch deren Rendite etwas niedriger ist – ein Vorteil für den Emittenten, der dafür das Risiko einer Inflationsänderung übernimmt.
- Bei der Errechnung der Break-Even-Inflationsrate wird diese Risikoprämie nicht herausgerechnet. Sie wirkt sich deshalb auf die Break-Even-Inflationsrate erhöhend aus und überzeichnet die Inflationserwartungen.
- Die Inflationsrate, mit welcher der Nennwert angepasst wird, muss nicht jenem Warenkorb entsprechen, den der Investor konsumiert. Die von Frankreich, Italien und Griechenland emittierten Anleihen zum Beispiel sind zwar an den harmonisierten Verbraucherpreisindex für die Eurozone gekoppelt, jedoch unter Herausrechnung der Preisentwicklung von Tabakwaren. Die vom französischen Schatzamt vor November 2001 emittierten OATi wurden mit dem französischen Ver-

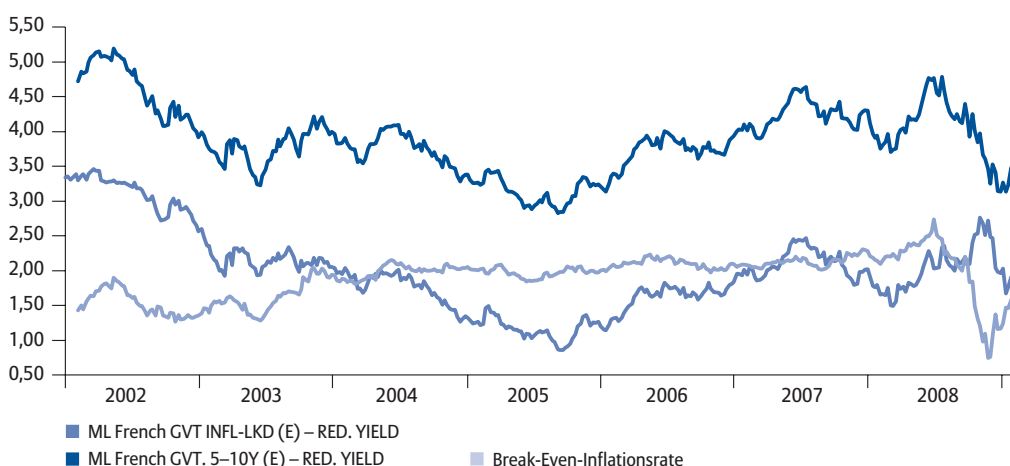
braucherpreisindex (ohne Tabakwaren) indiziert. Die sich daraus ergebenden Inflationserwartungen können daher nur eingeschränkt für das gesamte Eurogebiet herangezogen werden.

- Eine steigende Nachfrage, zum Beispiel von Seiten institutioneller Anleger, kann dazu führen, dass die Realrendite indizierter Anleihen sinkt. Folge: Der Renditeabstand zu nicht-indizierten Anleihen weitet sich aus und führt zur falschen Annahme, dass die Inflationserwartung gestiegen sei.
- Die Anleihen können unterschiedliche Volumina haben. Je geringer aber das Volumen einer Anleihe, desto eher verlangt der Investor eine sogenannte „Liquiditätsprämie“. Da indizierte Anleihen in der Regel geringere Volumina haben, führt das dazu, dass sie etwas höher rentieren. Das verringert die Break-Even-Inflationsrate, hängt aber mit den tatsächlichen Inflationserwartungen nicht zusammen.
- Werden Indizes miteinander verglichen, kann es zu Abweichungen zum Beispiel bei der Duration der in den Indizes befindlichen Anleihen kommen oder auch bezüglich der unterschiedlichen Bonitäten. Die emittierenden Staaten haben nicht alle die gleiche Bonität. Emittiert ein Staat in Relation zu seiner Gesamtverschuldung deutlich mehr inflationsindizierte Anleihen, ist er in dem entsprechenden Index relativ stärker vertreten als in dem Vergleichsindex für nicht-indizierte Anleihen.
- Zu den die Break-Even-Inflationsrate verzerrenden Faktoren gehören noch einige „technische“, wie zum Beispiel unterschiedliche Arten der Steuererhebung, welche die Zahlungsbereitschaft – und damit die Kursfindung – unterschiedlich beeinflussen.

Trotz dieser Einschränkungen kann die Break-Even-Inflationsrate als Richtschnur für die „Marktmeinung“ genutzt werden, besonders was die Richtung der Inflationserwartungen betrifft. Nicht zuletzt wird sie auch von der Europäischen Zentralbank in ihren Analysen herangezogen.

hjn

Schaubild 1: Die Break-Even-Inflationsrate



Quelle: Datastream, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse, Stand: Februar 2009

# Investor's Corner

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

## Allianz PIMCO Staatsanleihen

### 2013 - A - EUR

(ISIN DE0009797365; TER\* 0,11 % (Rumpfgeschäftsjahr))<sup>1</sup>

Der Fonds strebt eine marktgerechte Rendite an – hauptsächlich bezogen auf den Markt für Euro-Staatsanleihen. Hierzu engagiert er sich zu mindestens 90% am Markt für Staatsanleihen und beispielsweise verzinsliche Wertpapiere supranationaler europäischer Organisationen, Fremdwährungsengagements, die über 5% des Fondsvermögens hinausgehen, werden gegen Euro abgesichert. Wertpapiere müssen bei Erwerb über ein erstklassiges Bonitätsrating (AAA) verfügen. Die Duration des Fonds ist grundsätzlich auf das Laufzeitende (02.12.2013) ausgerichtet.

## Allianz PIMCO Mobil-Fonds - A - EUR

(ISIN DE0008471913; TER\* 0,62%)<sup>1</sup>

Der Fonds investiert schwerpunktmäßig in auf Euro lautende verzinsliche Wertpapiere mit einer Restlaufzeit von bis zu zwei Jahren sowie Geldmarktanlagen und Bankguthaben. Damit sollen Zinserträge bei gleichzeitiger Begrenzung von Kursschwankungen erwirtschaftet werden.

## Allianz PIMCO Euro Rentenfonds K - A - EUR

(ISIN DE0008475187; TER\* 0,61%)<sup>1</sup>

Der Fonds investiert überwiegend in verzinsliche Wertpapiere mit kürzeren Restlaufzeiten. Anlageziel ist die Erwirtschaftung von Zinserträgen bei gleichzeitiger Begrenzung der Kursschwankungen, die sich aus Zinsveränderungen ergeben.

## Allianz PIMCO Euro Rentenfonds - A - EUR

(ISIN DE0008475047; TER\* 0,81%)<sup>1</sup>

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.

## Allianz PIMCO Rentenfonds - A - EUR

(ISIN DE0008471400; TER\* 0,93%)<sup>1</sup>

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.

## Allianz PIMCO Euro Bond Real

### Return - A - EUR

(ISIN LU0207533158; TER\* 1,05%)<sup>1</sup>

Der Fonds erwirbt vorwiegend verzinsliche Wertpapiere mit guter Bonität (Investment Grade-Rating). Insbesondere investiert er in Wertpapiere und Finanzinstrumente, deren Wert an einen Preisindex gebunden ist. Beigemischt werden kann eine breite Palette sonstiger Finanzinstrumente, beispielsweise solche, deren Wertentwicklung an Rohstoffindizes gekoppelt ist. Damit soll unter Berücksichtigung der Realzinsen eine angemessene Rendite in Euro erzielt werden.

## Allianz PIMCO Europazins - A - EUR

(ISIN DE0008476037; TER\* 0,94%)<sup>1</sup>

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.

### Allianz-dit Internationaler Rentenfonds K - A - EUR

(ISIN DE0008475195; TER\* 0,82)<sup>1</sup>

Der Fonds investiert überwiegend in verzinsliche Wertpapiere in- und ausländischer Emittenten mit hoher Bonität. Der Schwerpunkt liegt dabei auf Anleihen mit kürzerer Restlaufzeit. Anlageziel ist die Erwirtschaftung von Zinserträgen bei gleichzeitiger Begrenzung der Kurschwankungen, die sich aus Zinsveränderungen ergeben.

### Allianz PIMCO Internationaler Rentenfonds - A - EUR

(ISIN DE0008475054; TER\* 0,95%)<sup>1</sup>

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.

Zur Portfoliobeimischung bieten sich die Emerging Markets an:

### Allianz Emerging Markets Bond Fund - A - EUR

(ISIN IE0032828273; TER\* 1,32%)<sup>2</sup>

Der Fonds investiert in ein diversifiziertes Portfolio internationaler Staats- und Unternehmensanleihen. Damit soll überdurchschnittlicher Kapitalzuwachs erzielt werden.

Ebenso lassen sich Unternehmensanleihen beimischen:

### Allianz PIMCO Corporate Bond Europa - A - EUR

(ISIN LU0079919162; TER\* 1,21%)<sup>1</sup>

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.

### Allianz PIMCO Corporate Bond Europa HiYield - A - EUR

(ISIN LU0110014080; TER\* 1,20%)<sup>2</sup>

Der Fonds investiert überwiegend in auf Euro lautende Unternehmensanleihen mit einer Bonität von weniger als BBB- („Non Investment-Grade“) und nach Ansicht des Fondsmanagements attraktivem Kurspotenzial. Damit soll eine überdurchschnittliche Rendite in Euro erwirtschaftet werden.

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

### Allianz PIMCO Euro Bond Total Return - A - EUR

(ISIN LU0140355917; TER\* 1,31%)<sup>1</sup>

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-Ertrags-Ziels 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 bei Allianz Global Investors.

Die von uns genannten Fonds können sowohl als Portfoliobeimischung als auch als Basisallokation verstanden werden, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Risiko-Ertrags-Profiles des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie bei Allianz Global Investors oder direkt bei Ihrem Anlageberater.

\* TER (Total Expense Ratio): Gesamtkosten (ohne Transaktionskosten), die dem Fondsvermögen im letzten Geschäftsjahr belastet wurden.

<sup>1</sup> Die Volatilität (Wertschwankung) des Fondsanteilswertes kann erhöht sein.

<sup>2</sup> Die Volatilität (Wertschwankung) des Fondsanteilswertes kann stark erhöht sein.

# Kennen Sie schon die anderen Publikationen aus der Werkstatt der Kapitalmarktanalyse?

Teilweise auch als Podcast verfügbar

Rubrik	Thema	Titel
Analysen & Trends	Zukunftssicherung	Zukunft sichern mit betrieblicher Altersvorsorge Fokus Demographie Globaler Trend – Demographie
	Sparen	Sparen – aber richtig! Überliste dich selbst! Richtig investieren
	Globalisierung 3.0	Fokus Asien im Aufbruch Asien im Aufbruch – Gravitationszentrum des 21. Jahrhunderts? Asien im Aufbruch – eine Investmentchance? Asien im Aufbruch – ein „volkswirtschaftlicher Reiseführer“ Globale Investments in einer globalisierten Welt Chinas langfristige Wirtschaftsperspektiven Brasilien: Die neue Energiemacht? Innovation – Wachstum durch Mehrwert Welt im Wandel
	Megatrend: knappe Ressourcen	Knappe Ressourcen Agrartrends: (Saat-) Gut fürs Depot
PortfolioPraxis	Investieren in Aktien und Anleihen	Investieren in Aktien und Anleihen
	Portfoliooptimierung in der Praxis	Portfoliooptimierung in der Praxis
	Bonds mit Kick	Bonds mit Kick
	Akademie	Wissen: Von Alpha bis Vola Mit Geld richtig umgehen Konjunktur Konjunktur II: Branchen im Zyklus Internet-Guide zur finanziellen Bildung Size Dividendenpapiere – eine attraktive Ergänzung fürs Depot! Value oder Growth – mehr als nur eine Stilfrage
	Fondskonzepte	Fonds & Zertifikate „CPPI“ – dynamische Wertsicherung



Kapitalmarktanalyse:  
Geld anlegen – Vermögen aufbauen – Zukunft sichern.

# Impressum

Allianz Global Investors  
Kapitalanlagegesellschaft mbH  
Mainzer Landstraße 11–13  
60329 Frankfurt am Main

## Kapitalmarktanalyse

Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn),  
Stefan Scheurer (st), Stefan Goebel (sg)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter  
[www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse](http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse)

Für unsere Vertriebspartner wurde dieser  
Service auf  
[www.allianzglobalinvestors-partner.de](http://www.allianzglobalinvestors-partner.de)  
umfassend erweitert.  
Schnell erreichbar per Quick-Login.

Alle Publikationen sind abonnierbar unter  
[www.allianzglobalinvestors.de/newsletter](http://www.allianzglobalinvestors.de/newsletter)

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

## Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen  
zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthal-  
tenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmög-  
lichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich  
jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern.

Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir  
keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient ledig-  
lich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die  
aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen ge-  
troffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung.



## „Kapitalmarktanalyse“ – unser besonderer Service.

Die Arbeiten des Teams Kapitalmarktanalyse werden in den drei Publikationsreihen

- Kapitalmarktbrief
- Analysen & Trends
- PortfolioPraxis

zur Verfügung gestellt.

Mit dem Kapitalmarktbrief verschaffen wir Ihnen jeden ersten Freitag im Monat Einblick in Aktien- und Anleihemärkte sowie Branchen- und Länderkonjunkturen. Nach Rubriken unterteilt, informieren wir Sie über aktuelle Entwicklungen, Tendenzen und Investmentideen.

Die Reihe Analysen & Trends konzentriert sich jeweils auf ein Thema: Wir stellen Ihnen Branchen oder Regionen vor, erläutern die Bewertung einzelner Marktsegmente, gehen auf längerfristige Entwicklungen ein und bieten Ihnen so Hilfen bei der Anlageentscheidung.

In PortfolioPraxis geht es um die Kunst des Vermögensaufbaus und der Vermögensstrukturierung: Baustein für Baustein durchleuchten wir hier Möglichkeiten & Chancen für den optimalen „Mix“ in Ihrem Portfolio, verbunden mit Tipps zur Umsetzung mit den Investmentfonds von Allianz Global Investors.

Die aktuellen Publikationen finden Sie immer direkt auf [www.allianzglobalinvestors.de](http://www.allianzglobalinvestors.de).

TIPP: Alle Publikationen sind direkt per E-Mail abonnierbar: [www.allianzglobalinvestors.de/newsletter](http://www.allianzglobalinvestors.de/newsletter)

### **Kapitalmarktanalyse goes MP3 & iPod!**

Jeder Kapitalmarktbrief ist Monat für Monat als Mp3-File erhältlich. Auch werden immer weitere Publikationen der Reihen „Analysen & Trends“ und „PortfolioPraxis“ als Audio-File zur Verfügung gestellt. Sie sind unter [www.allianzgi.de/podcast](http://www.allianzgi.de/podcast) direkt erhältlich und können z.B. über iTunes als PodCast abonniert werden.

**Hans-Jörg Nauer**  
Leiter Kapitalmarktanalyse  
Allianz Global Investors

[www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse](http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse)

Allianz Global Investors  
Kapitalanlagegesellschaft mbH  
Mainzer Landstraße 11–13  
60329 Frankfurt am Main

Bei dieser Publikation handelt es sich um eine Information gem. § 31 Abs 2 WpHG.

Stand: März 2009