



**Stefan Scheurer**  
Senior Analyst  
Kapitalmarktanalyse  
von Allianz Global Investors

2010 hat die Euroland-Fiskalkrise zu einer „Flucht in den sicheren Hafen“ deutscher Bundesanleihen und US-Treasuries geführt, die zwischenzeitlich neue historische Renditetiefstände markierten. Doch wie lange dauert diese (Anleihe-)Hausse noch? Und: Wie sollen sich Anleger in diesem Umfeld positionieren?

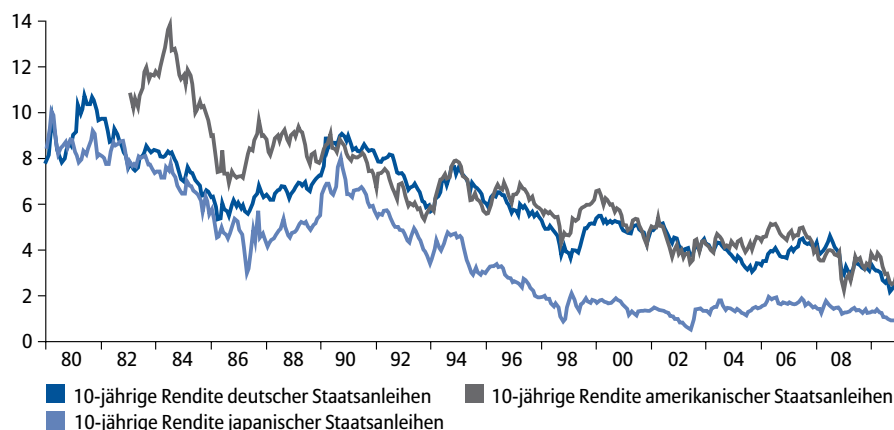
10-jährige deutsche Bundesanleihen rentierten per Ende Dezember 2010 bei rund 3,0%, 10-jährige US-amerikanische Treasuries bei circa 3,3%. Und bei 10-jährigen japanischen Staatsan-

leihen lässt sich nur noch eine Rendite von 1,1% erwirtschaften. Zum Vergleich: Anfang der 1980er Jahre erzielten diese Staatsanleihen noch eine Rendite von 7,8%, 10,8% bzw. 7,7%.

## Die Treiber der Hausse

Der Ursprung liegt in den 1980er Jahren, als Paul Volcker, damaliger Vorsitzender der US-Notenbank Fed, die Inflation von 13,5% (1981) auf ein moderates Maß von 3,2% (1983) reduzieren konnte. Damit beendete er die damalig vorherrschende Stagflation – eine Kombination aus Stagnation und Inflation. Er erhöhte den US-Leitzins auf 20% (heute: 0,25%). Inflationserwartungen wurden gebrochen. Renditen konnten sinken. In diesem Marktumfeld war zudem eine hohe Liquidität vorhanden, die in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre von Japan aus in den Markt gespült wurde. Denn im Zuge der Japan-Krise kam es dort zu einer Deflation, die dazu führte, dass die Liquidität ihre Zuflucht in Anleihen suchte.

**Grafik 1: Wie lange dauert die Anleihen-Hausse noch?**  
10jährige-Rendite deutscher, japanischer und US-amerikanischer Staatsanleihen (in %).



„Das bedeutet sehr wahrscheinlich das Ende eines langen 30-jährigen Bullenmarktes bei Anleihen.“<sup>1</sup>

(William H. Gross, Managing Director und Co-CIO von PIMCO)

<sup>1</sup> William H. Gross: „Investment Outlook – Run Turkey, Run“, PIMCO, Nov. 2010.

## Ist nun die Zeit gekommen, Anleihen zu verkaufen?

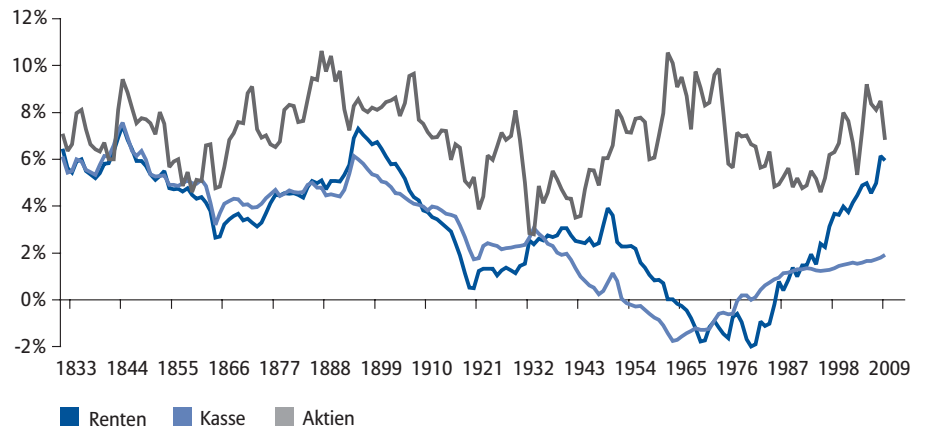
Für eine Antwort sollten langfristig anlegende Investoren einen Blick auf Schaubild 2 werfen. Dargestellt sind am Beispiel der USA die 30 Jahre rollierenden (realen) Renditen seit 1801 von Aktien, Anleihen und Bargeld. Ins Auge fallen dabei die hohen Renditen von Anleihen, die über die letzten 30 Jahre erzielt werden konnten. Sie näherten sich in den letzten Jahren den Aktienrenditen (Kursgewinne + reinvestierte Dividenden) an. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, diese Konstellation trat seit Mitte des 19. Jahrhunderts erst zweimal ein. Und: War das der Fall, so folgte im Anschluss ein langjähriger Bärenmarkt am Anleihemarkt. Daher stellt sich die Frage: Wie lange dauert diese – bereits über 30 Jahre laufende – (Anleihe-)Hausse noch?

Zu betrachten ist vorrangig die Renditestrukturkurve, die das gesamte Laufzeitenspektrum von (Staats-) Anleihen mit den jeweiligen Renditen abbildet (vgl. Schaubild 3). Aktuell liegt eine (normale) steile Renditestrukturkurve vor, das heißt für längere Laufzeiten wird auch eine höhere Rendite bezahlt. Die steile Renditestrukturkurve begründet sich vor allem durch eine expansive Geldpolitik, die die Geldmarktsätze am kurzen Ende extrem niedrig hält, und durch eine Konjunkturerholung, die von einem Anstieg der Inflationsraten begleitet wird. Diese Entwicklung wird am langen Ende der Kurve – in den Renditen mittlerer und längerer Laufzeitenbereiche – vorweggenommen.

### Geldpolitik

Eng verbunden mit der Renditestrukturkurve sind die Erwartungen bezüglich der Zentralbankpolitik. Mittels ihrer Geldpolitik beeinflusst die Zentralbank den Geldmarkt unmittelbar (zum Beispiel kurze Laufzeiten, Zinssatz für Dreimonatsgeld etc.). Denn ihre geldpolitischen Instrumente set-

Grafik 2: Ist die Renten-Hausse vorbei?  
 Roulierende 30-jährige (reale) US-Renditen (in %)



Quelle: Smithers & Co, Darstellung: AllianzGI Kapitalmarktanalyse

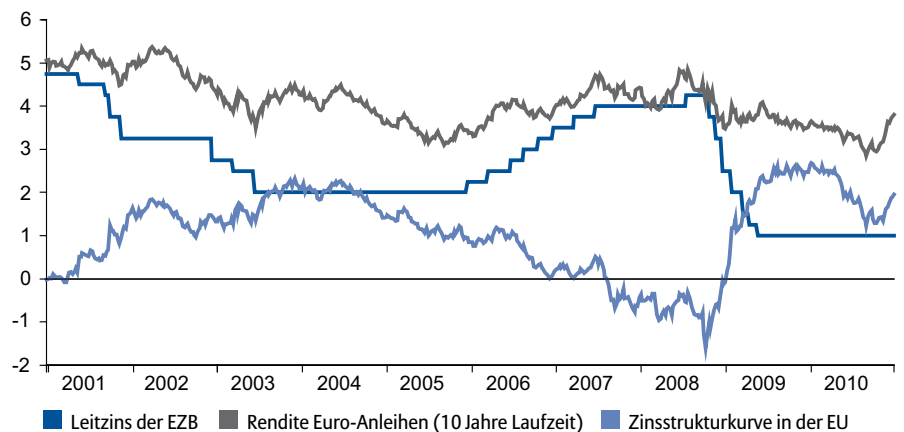
zen genau hier an. Es scheint, die Signale der Zentralbank wie auch des Geldmarktes stehen derzeit auf eine anhaltende Lockerung. So preist aktuell der Geldmarkt keine Erhöhung der Leitzinsen auf Sicht der nächsten 12 Monate ein (Stand: Dezember 2010). – Die Zentralbank kann zudem über die Erwartungsbildung auch die Zinsen beeinflussen, die sie mit ihren geldpolitischen Instrumenten nicht direkt steuern kann. Denn Konjunktur- und

Inflationserwartungen können sich entlang der gesamten Zinsstrukturkurve auswirken.

### Inflationserwartung

Zunehmende Inflationserwartungen dürften sich vor allem in den längeren Laufzeiten niederschlagen. Denn: Steigen die Preise, wollen die Anleger eine höhere Rendite, um den Kaufkraftverlust auszugleichen. Im Umkehrschluss

Grafik 3: Zinsstrukturkurve bleibt steil  
 10jährige-Rendite Euro-Anleihen, Zinsstrukturkurve und Leitzinsniveau



Quelle: Datastream, Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

bedeutet das, Kurse von Anleihen mit längeren Laufzeiten sollten fallen.

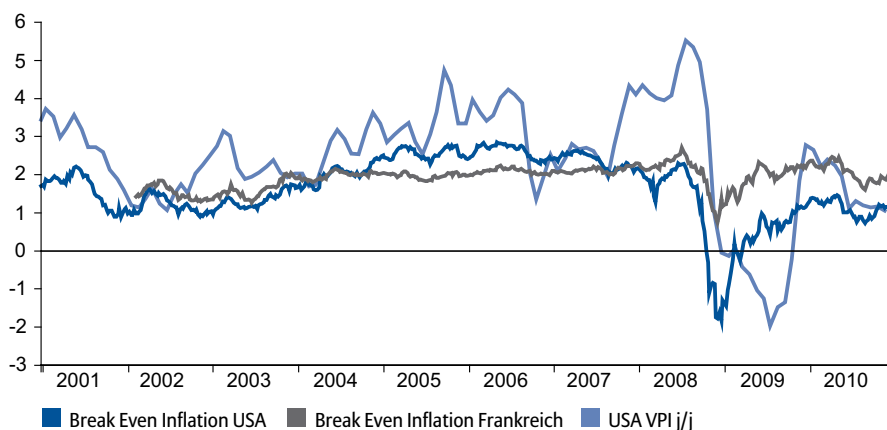
Zwar sind steigende Inflationsraten aktuell noch nicht direkt erkennbar, doch Gründe für zukünftig höhere Verbraucherpreise scheinen gegeben zu sein. Dazu zählen:

- eine nach wie vor expansive Geldpolitik, welche die Nachfrage treibt,
- steigende Import- und/oder Rohstoffpreise („importierte Inflation“) und
- ein Wachstum, das Lohn- und Preis-spielräume freisetzt.

Zudem besteht das Risiko eines Überschießens, das heißt dass der geldpolitische Impuls wirkt und zu einer Überhitzung führt. Dieses Risiko ist nicht zu unterschätzen. Denn die Geldpolitik der Industriestaaten, vor allem die der USA, ist immer noch auf Konjunktursteuerung ausgerichtet und erst in nachgelagerter Linie auf eine Stabilisierung der Preisniveaus.

Grafik 4: Steigende Inflationserwartungen?

Break-Even-Inflationsraten USA & Frankreich, Verbraucherpreise USA j/j



Quelle: Datastream, Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Hinzu kommt die Staatsverschuldung. Um Staatsschulden zu refinanzieren, muss das jeweilige Land Staatsanleihen emittieren. Folge: Das Angebot an Anleihen wächst. Fraglich bleibt, ob auch die Nachfrage der Anleger steigt. Und: Im Sinne der „Asset-Allokation“ sucht die freie Liquidität im Markt nach renditeträchtigeren Anlageformen

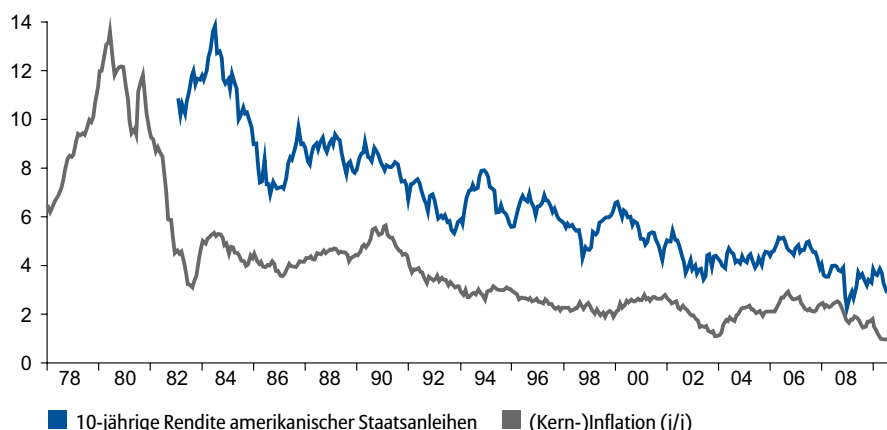
(Beispiel: Aktien). Dies führt dazu, dass das Geld aus den Anleihemärkten abfließt und die Renditen ansteigen.

Welche Inflationsraten die Marktteilnehmer erwarten, lässt sich anhand der sogenannten „Break-Even-Inflationsrate“ ablesen. Sie kann als Erwartungswert der Marktteilnehmer bezüg-

**Break-Even-Inflationsrate**

Die „Break-Even-Inflationsrate“ ergibt sich aus der Renditedifferenz einer nicht-indexierten und einer indexierten Anleihe. Wenngleich bei der Berechnung Verzerrungen möglich sind, kann die „Break-Even-Inflationsrate“ als Richtschnur für die „Marktmeinung“ genutzt werden, insbesondere in Bezug auf die Richtung der Inflationserwartungen. Nicht zuletzt wird sie auch von der Europäischen Zentralbank für Analysen herangezogen.

Grafik 5: Tiefpunkt der US-Kerninflationsrate = Ende des Bullenmarktes bei Anleihen?  
US (Kern-)Inflationsrate (in %, j/j) & Rendite 10jährige US-Staatsanleihen (in %)



Quelle: Datastream, Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

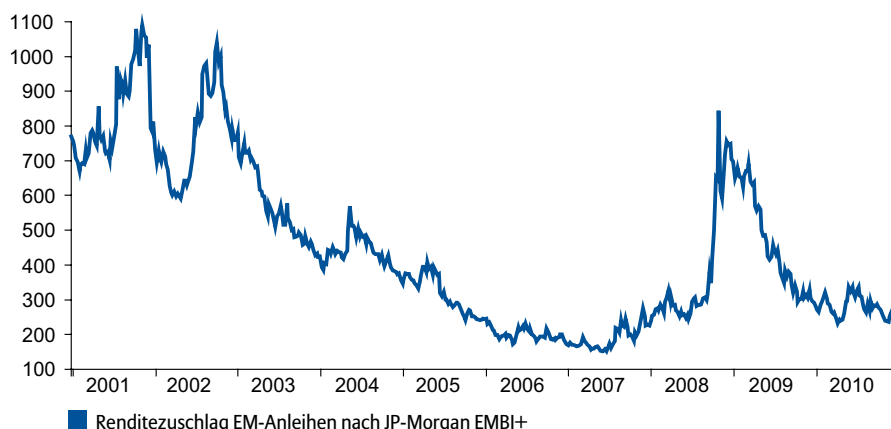
### Kerninflationrate

Die Verbraucherpreise genießen an den Finanzmärkten hohe Aufmerksamkeit. Sie werden anhand von Indizes ermittelt, beruhend auf Warenkörben, die möglichst repräsentativ die von den Verbrauchern gekauften Güter widerspiegeln. Diese Preisdaten geben Hinweise auf die Entwicklung der Inflation und beeinflussen die Inflationserwartungen. Die Kerninflationrate schließt dabei allerdings die Preise für Lebensmittel und den Energiesektor aus der Berechnung aus, da diese in stärkerem Maße konjunkturellen Schwankungen unterworfen sind.

lich zukünftiger Inflationsraten gewertet werden. So preist der Markt auf Sicht der nächsten fünf Jahre für die USA etwa 1% bzw. für Frankreich – repräsentativ für Europa – circa 2% an Inflation ein (siehe Schaubild 4).

Das wirft die Frage auf, ob der Tiefpunkt der US-Kerninflationrate – genauso wie Anfang der 1980er Jahre der Höhepunkt – ein Auslöser für das Ende dieses langjährigen Bullenmarktes bei Anleihen sein könnte (vgl. Schaubild 5). Wenn ja, wie können sich Anleger darauf einstellen? Sicher scheint schon jetzt: Die Chance auf zusätzliche Kursgewinne am Rentenmarkt durch ein weiteres nachhaltiges Absinken des Zinsniveaus scheint schwer vorstellbar. So dürfte das Risiko von Renditeanstiegen bzw. Kursverlusten deutlich höher sein als die Aussicht auf Kursgewinne („asymmetrisches Risikoprofil“).

Grafik 6: Emerging-Markets-Anleihen – Einengung der Risikozuschläge Risikoprämien der „Neuen Welt“



Quelle: Datastream, Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

### Strategien gegen steigende Anleiherenditen

Wie sollen sich Investoren in diesem Umfeld positionieren, um dem Risiko von steigenden Anleiherenditen zu entgehen? Welche alternativen Investmentmöglichkeiten ergeben sich?

1. **Die Duration durch eine Übergewichtung der zwei- bis dreijährigen Laufzeitsegmente verkürzen.** Das heißt: Je kürzer die Duration, desto weniger sensibel wird eine Anleihe oder ein Portfolio aller Wahrscheinlichkeit nach auf Veränderungen bei den Zinsen reagieren („Kurssensitivität“). Die Folge einer kurzen Duration: Steigt das Zinsniveau – in Antizipation eines ersten Zinsschritts der Notenbanken Ende 2011/Anfang 2012 –, dann sinkt der Kurs des Portfolios entsprechend der Duration nicht so stark wie vergleichsweise bei einer langen Duration.

2. **Umschichtungen in risikobehaftete Vermögenswerte vornehmen, wie zum Beispiel in Schwellenländeranleihen.** Letztere sind vor allem aufgrund ihrer höheren Renditezuschläge gegenüber Anleihen der Industriestaaten interessant. Dabei sollten auch Schwellenländeranleihen in lokalen Währungen mit in die Anlageentscheidung einbezogen werden. Je nach Währungsentwicklung kann sich die Währungskomponente als zusätzlicher Performancetreiber positiv auf das Anlageergebnis in der Heimatwährung des Investors auswirken (vgl. Schaubild 6).
3. **Investmentmöglichkeiten, die auch von steigenden Zinsen profitieren könnten, in die Anlagepolitik einbeziehen.** So kann beispielsweise trotz fallender Anleihenmärkte durch Eingehen einer negativen Duration eine positive Rendite erreicht werden.

4. **Auf reale Werte setzen.** Bei einer Inflation verlieren Anleihen und Bargeld, denn die Inflation schmälert oder vernichtet die Rendite. Die reale Rendite, also die Rendite nach Inflation, liegt mit steigender Inflation zunehmend unter der nominalen. Zu den Gewinnern dabei zählen die realen Werte – Sachwerte also, wie Immobilien, Rohstoffe und Aktien. Ihr Preis steigt, während die Kaufkraft sinkt.
5. **Ausgleich des möglichen Kaufkraftverlustes durch inflationsgeschützte Wertpapiere.** Sie bieten langfristig verlässlichen Schutz vor der Inflation. Denn bei inflationsindexierten Wertpapieren werden der ursprüngliche Anleihenwert und die Kuponzahlungen entsprechend der Entwicklung eines festgelegten Preisindex angepasst, das heißt Rückzahlungsbetrag und Kuponzahlungen werden mit der tatsächlichen Inflation fortgeschrieben.
6. **Auf Investmentmöglichkeiten setzen, die eine breite Palette von Anlageklassen und Anlageregionen flexibel kombinieren.** Dazu zählen neben Aktien, Anleihen und Rohstoffen auch Immobilien. Die Korrelation des Gesamtportfolios kann somit gering gehalten werden und im Gegenzug lässt sich das Gesamtrisiko innerhalb des Portfolios optimieren.

Stefan Scheurer

## Investor's Corner

Je nachdem auf welches Szenario sich ein Anleger einstellt, können für ihn u. a. folgende Fonds interessant sein:

### Rentenfonds

#### Unconstrained Bond Fund - E Class EUR (Hedged) – EUR

(ISIN IE00B5B5L056, TER -,-)<sup>1</sup>

#### Allianz PIMCO Inflationsschutz - A – EUR

(ISIN LU0202944186, TER 0,76% per 31.12.2009)

### Mischfonds

#### Allianz RCM Reale Werte - A – EUR

(ISIN DE0009797407, TER -,-)<sup>1</sup>

#### PIMCO GIS Global Multi-Asset Fund – E Class EUR (Hedged) – EUR

(ISIN IE00B4YYYY703, TER -,-)<sup>1</sup>

### Aktienfonds

#### Allianz RCM Wachstum Euroland - A - EUR

(ISIN DE0009789842; TER 1,81% per 30.11.2009, zzgl. TER für performanceabhängige Vergütung 3,20% per 10.03.2010)<sup>2</sup>

#### Allianz RCM Wachstum Europa - A – EUR

(ISIN DE0008481821, TER 1,79% per 31.12.2009, zzgl. TER für performanceabhängige Vergütung 1,60% per 31.12.2009)<sup>2</sup>

#### Fondak - P – EUR

(ISIN DE0008471012, 1,51% per 30.06.2009)<sup>1</sup>

Die von uns genannten Fonds können sowohl als Portfoliobeimischung als auch als Basisallokation verstanden werden. Für ihre Umsetzung müssen die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Risiko-Ertrags-Profiles des Anlegers Berücksichtigung finden. 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. Daneben kann die KAG aus der Verwaltungsvergütung eine laufende Vertriebsprovision an den Vertriebspartner zahlen. Im Rahmen der Anlageberatung teilt der Vertriebspartner die genaue Höhe der Vertriebsprovision und des von ihm vereinnahmten Ausgabeaufschlages mit.

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

<sup>1</sup> Die Volatilität (Wertschwankung) des Fondsan-teilwerts kann erhöht sein.

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

## 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),  
Lars Düser (ld)  
Richard Wolf (rw)

Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unseren bestmöglichen Beurteilungen 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 lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung. Hierbei handelt es sich um eine Werbung gem. § 31 Abs.2 WpHG.