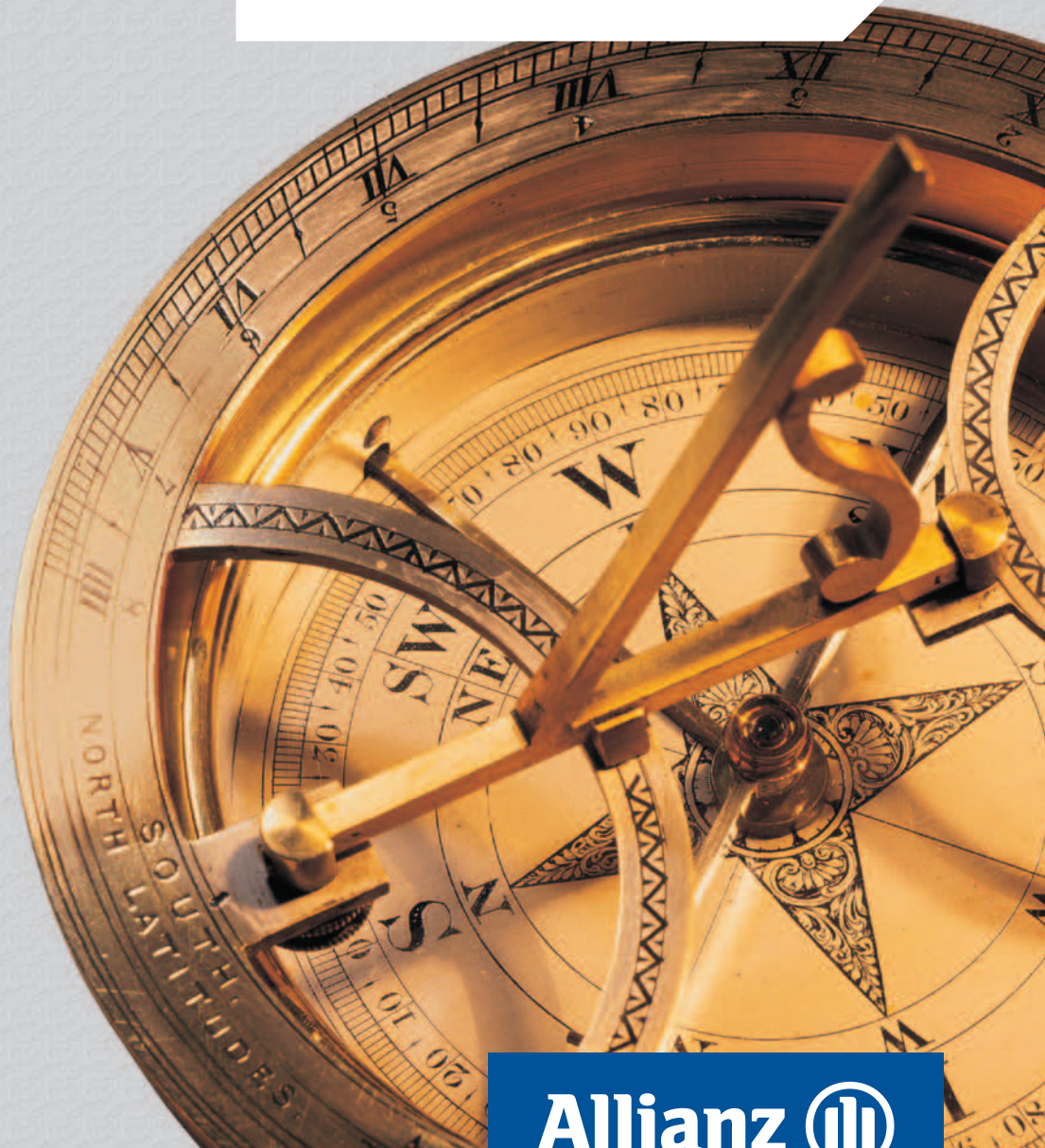


PortfolioPraxis: Akademie

Bond Basics

Auch bei Anleihen ist aktives
Management gefragt



Allianz 
Global Investors

Entscheidende
Einblicke für
vorausschauende
Anlagestrategien



Inhalt

- 4 Grundlagen
- 10 Rentenbenchmarks – alles andere als Langweiler
- 20 Bewertung und Sensitivitätsmaße von Anleihen
- 25 Vor oder hinter der Kurve? – Strategien mit Renten(-fonds)
- 31 Real Return!
- 35 Exkurs: Indexierte Anleihen und Inflationserwartungen
- 38 Investor's Corner

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), Jochen Dobler (jd)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter
www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse
Alle Publikationen sind abonnierbar unter
www.allianzglobalinvestors.de/newsletter
Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von
Thomson Financial Datastream.

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?

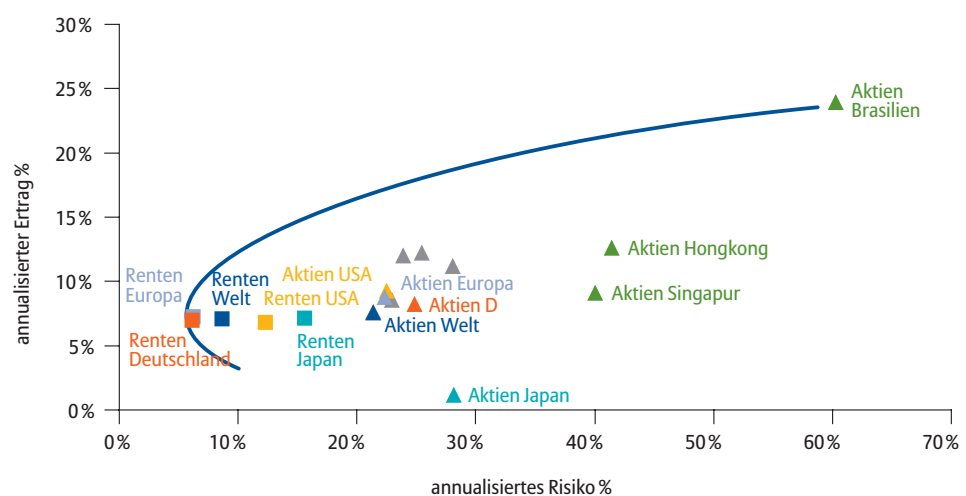
Anleihen sind nicht gleich Anleihen

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

- Schaubild 1 zeigt Ertrag und Risiko unterschiedlicher Aktien- und Anleihssegmente im langfristigen Vergleich. Schon der Vergleich deutscher, europäischer und internationaler Renten zeigt, dass es auch im Rentensegment zu unterschiedlichen Risiko-Ertrag-Profilen kommt.

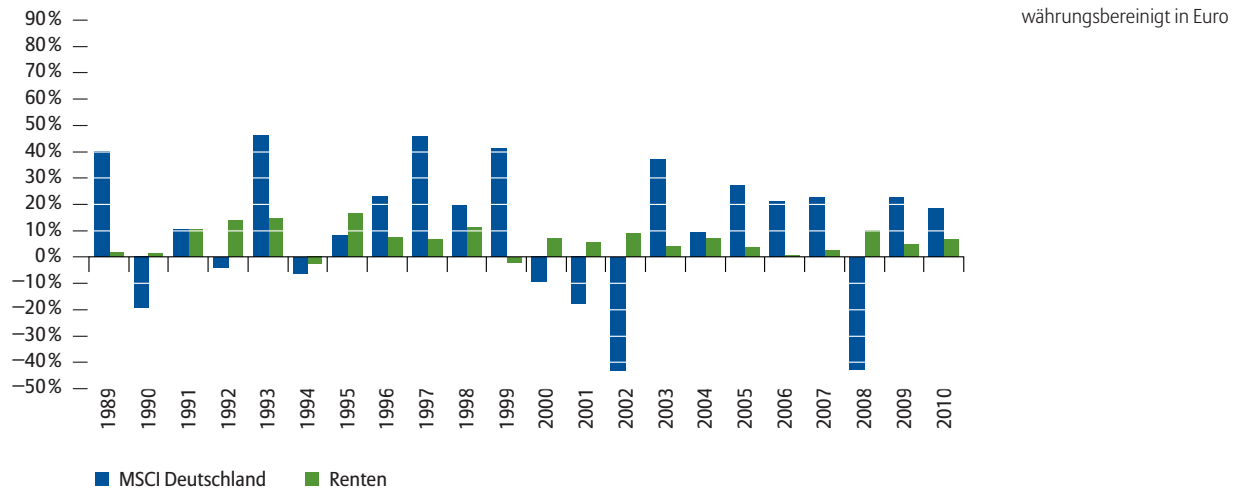
Schaubild 1: Ertrag und Risiko von Aktien und Anleihen

Das Risiko-Ertrag-Diagramm zeigt: Bei der ganzen Fülle an Anlagemöglichkeiten waren Staatsanleihen die Anlageform mit dem geringsten Risiko. Zeitraum: 1990–2010; währungsbereinigt in Euro. Das Risiko wurde gemessen an der Volatilität der Kurse.



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse, Stand: Dezember 2010

Schaubild 2: Wertentwicklung von Aktien und Renten



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse, Stand: Dezember 2010

- Schaubild 2 verdeutlicht die unterschiedliche Wertentwicklung von Aktien und Anleihen von 1989 an. Was sofort auffällt, ist, dass Anleihen im Betrachtungszeitraum von 1989 an nur zweimal eine negative 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 „Schmuddelkindern“ zählten.

Ausgangspunkt: Vater Staat

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

Ein aktives Rentenfondsmangement 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 zunehmender Restlaufzeit der Anleihen. Es ergeben sich „Laufzeitenprämien“ (vgl. Schaubilder 3 und 4).
- „flach“: Die Renditen der Anleihen sind bei unterschiedlichen Restlaufzeiten nahezu gleich.
- „invers“: Die Renditen sinken mit zunehmender Restlaufzeit. Ein seltenes, aber dennoch beobachtbares Phänomen: Ist die Geldpolitik der Zentralbank sehr restriktiv 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 Laufzeitbereiche vorweggenommen. Die Inflationsprämie, als Bestandteil der Rendite, sinkt, die reale Komponente ebenfalls. Die Renditestrukturkurve wird invers.

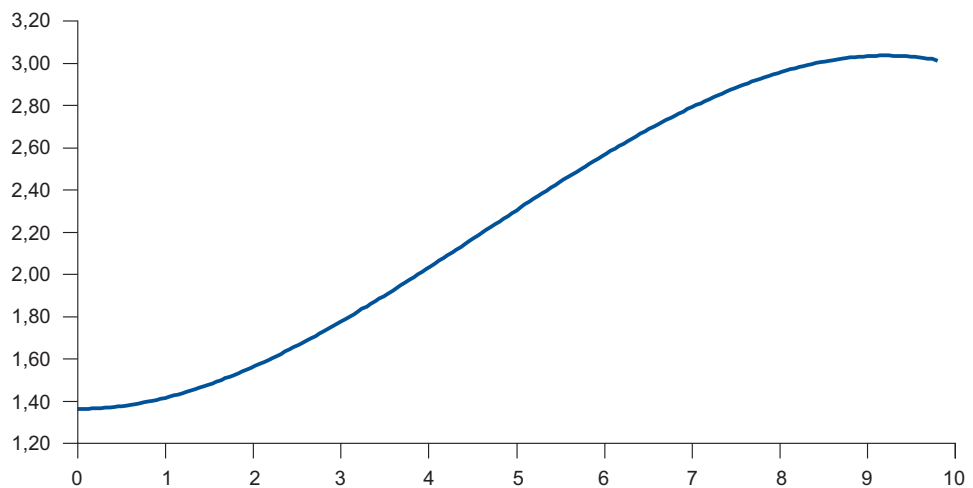
Liegt der Markt richtig?

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.

Schaubild 3: Die Renditestrukturkurve für Euroland-Anleihen



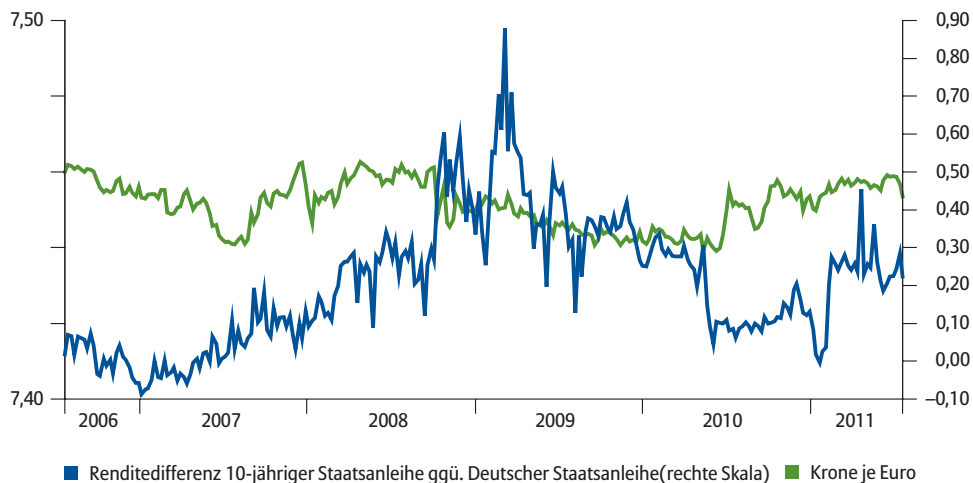
Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse, Stand: Dezember 2010

Schaubild 4: Renditestrukturkurve



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse, Stand: Juli 2011

Schaubild 5: Dänemark – stabiler Wechselkurs



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

Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse, Stand: Juli 2011

Worauf ist zu achten?

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 (Deutschland, 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.

Bonität: Haben Emittenten unterschiedliche Bonitäten, führt das auch zu unterschiedlichen Renditen. 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. Die von Standard & Poor's vergebenen Ratings verdeutlichen dies (vgl. Kasten 2)

Liquidität: Warum aber sind die Renditen beispielsweise in der Bundesrepublik niedriger als in Frankreich, einem Staat gleicher Bonität? Begründung: Es ist eine Frage der 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 Kursschwankungen

Kasten 1: Glossar

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 2).

* Bezeichnung für französische Staatsanleihen

(„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.

Wechselkurs: Liquidität und Bonität sind die Ansatzpunkte für höhere Renditen innerhalb einer Wirtschaftsregion der selben Währung. Zusätzlich kommt nun der Wechselkurs ins Spiel. Der Blick richtet sich beispielhaft auf die außerhalb Euroland liegenden „Developed Markets“.

Am leichtesten fällt dies bei Anleihen, deren Wechselkurs nur geringe Schwankungen gegenüber der Heimatwährung aufweist. Beispiel: Dänemark. Die Krone wird von der dänischen Zentralbank mit geringen Schwankungen um den Euro stabilisiert. Das Wechselkursrisiko ist gering. Auch hier kann, bei gleich guter Bonität, ein Spread kassiert werden (vgl. Schaubild 5). Ein Spread, der zusätzlich auch durch die geringere Liquidität dänischer Anleihen begründet ist.

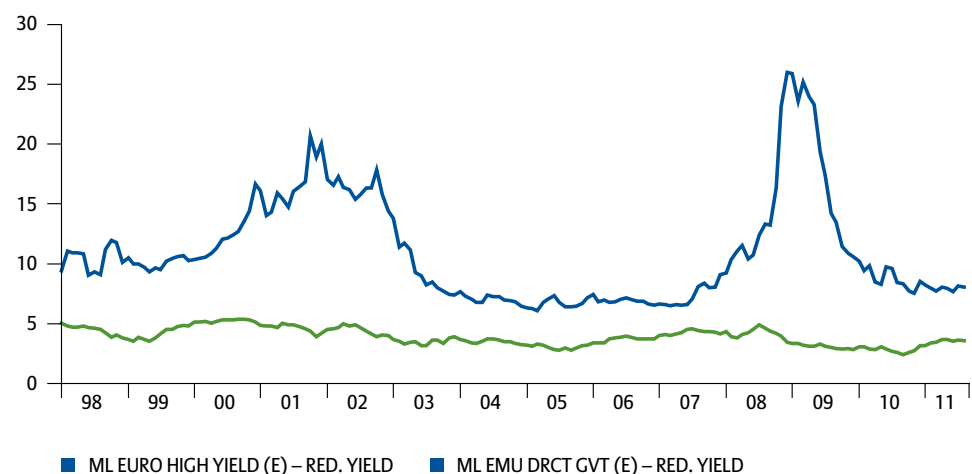
Anders US-Staatsanleihen. Nach früheren Jahren der Aufwertung befinden wir uns nun in einer Phase der Dollarschwäche. Problem: Wer in US-Staatsanleihen („Treasuries“) investiert, verliert, wenn der Dollar schwächer wird. Das müsste zumindest auf der anderen Seite aufgefangen werden: Mit einer höheren Rendite.

Das ist aber nicht immer 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.

hjn

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

Schaubild 6: Spreads – der Rendite-Kick



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse, Stand: Juli 2011

Kasten 2: Rating gemäß Standard & Poor's

EWU-Staaten			
Belgien	AA+	Italien	A
Deutschland	AAA	Luxemburg	AAA
Finnland	AAA	Niederlande	AAA
Frankreich	AAA	Österreich	AAA
Griechenland	CC	Portugal	BBB–
Irland	BBB+	Spanien	AA
EU (außerhalb EWU)			
Bulgarien	BBB	Polen	BB
Dänemark	AAA	Schweden	AAA
Großbritannien	AAA		
Sonstige Industriestaaten			
USA	AAA	Japan	AA–
Kanada	AAA	Norwegen	AAA
Australien	AAA	Schweiz	AAA
Emerging Markets			
Argentinien	B	Qatar	AA
Brasilien	BBB–	Russland	BBB+
China	AA–	Slowenien	AA
Indonesien	BB+	Thailand	BBB+
Kolumbien	BBB–	Ungarn	BBB–
Malaysia	A–	Uruguay	BB+
Mexiko	BBB	Venezuela	BB–
Philippinen	BB		
Stand: Juli 2011			

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

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. Allerdings sind hier auch höhere Risiken zu beachten.

Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse, Stand: Juli 2011

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 Market-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 börsentäglich 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.

Was ist ein Rentenindex?

Dies ist die erste Frage, die zu klären ist.

Ein Rentenindex ist eine Kennzahl, die die Entwicklung eines bestimmten Rentenmarktsegments 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.

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.
- Außerdem kommen ständig neue Titel auf den Markt, die im Index berücksichtigt werden müssen, damit weiterhin eine adäquate Abbildung des Marktes gelingt.

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.

den müssen, damit weiterhin eine adäquate Abbildung des Marktes gelingt.

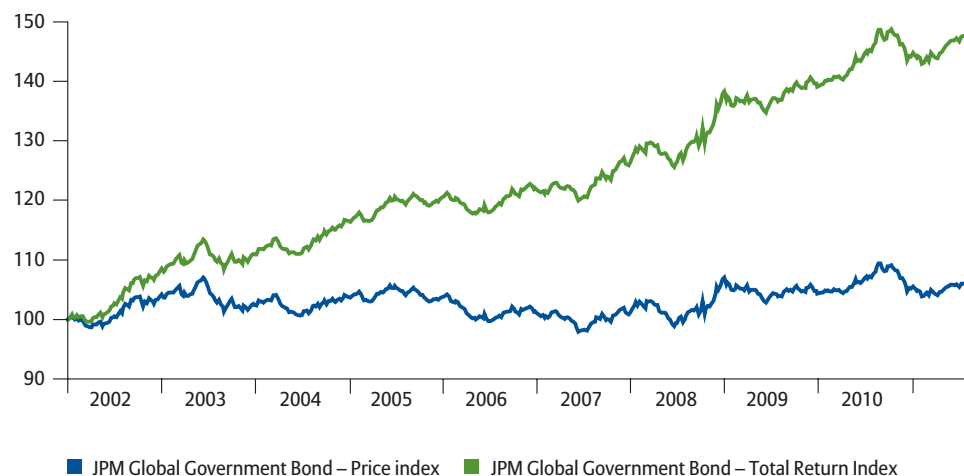
- Rentenindizes müssen daher viel häufiger Anpassungen im zugrunde liegenden Portfolio vornehmen, als dies bei den bekannten Aktienindizes der Fall ist.

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

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, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse, Stand: Juli 2011

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 enthaltenen 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.

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

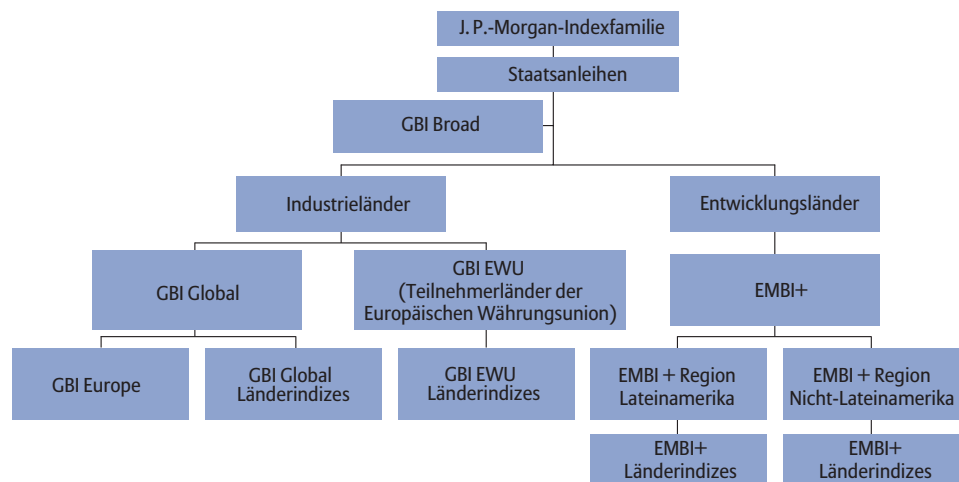
Länder/Regionen

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.

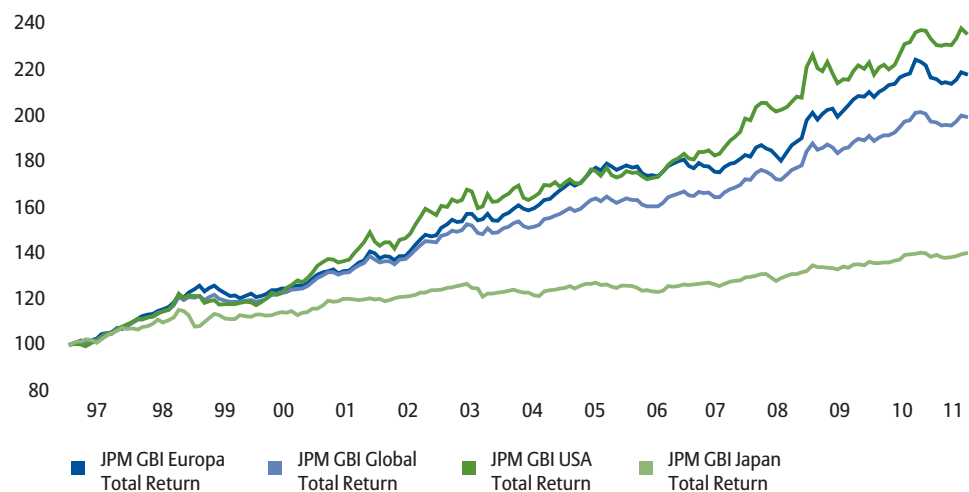
Schaubild 3: Die J. P. Morgan Rentenindexfamilie im Überblick



Quelle: J. P. Morgan

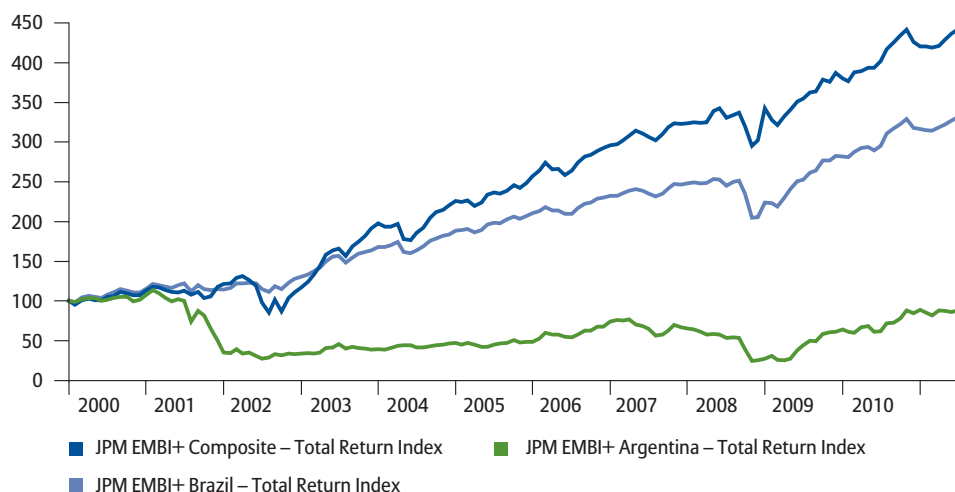
Schaubild 4: Entwicklung der J. P. Morgan Government Bond Global Total-Return-Indizes für Europa, USA, Japan und Welt

Wertentwicklung
in lokaler Währung
seit 1.1.1997,
auf 100 rebasiert.



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse, Stand: Juli 2011
 Keine Prognose für eine zukünftige Wertentwicklung

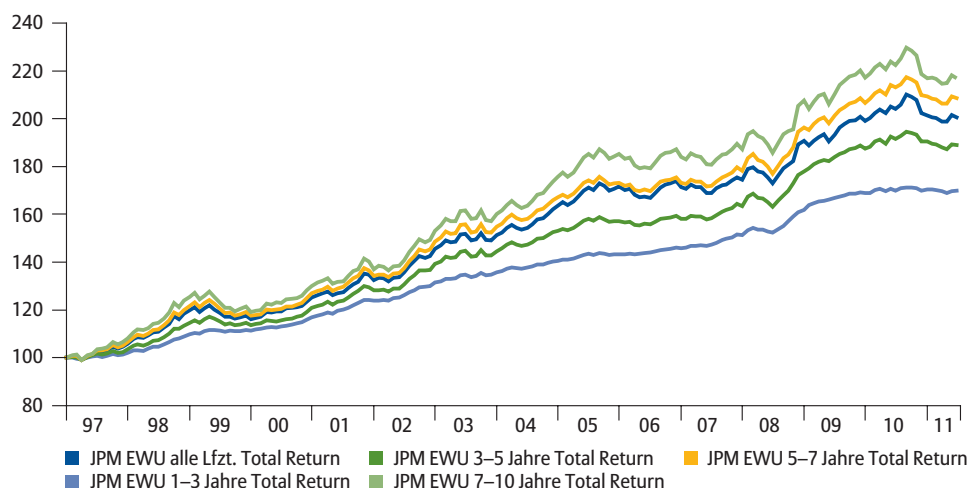
Schaubild 5: Entwicklung des J. P. Morgan EMBI+ Composite sowie EMBI+ Argentinien und Brasilien



Wertentwicklung
seit 1.1.2000,
auf 100 rebasiert.

Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse, Stand: Juli 2011 Keine Prognose für eine zukünftige Wertentwicklung

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



Wertentwicklung
seit 1.1.1997,
auf 100 rebasiert.

Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse, Stand: Juli 2011, Keine Prognose für eine zukünftige Wertentwicklung

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.

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 abgeklopft. 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 folgt hier beispielhaft den Staatsanleihen von Industriestaaten, da diese in aller Regel die Funktion einer Benchmark besitzen.

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 Laufzeitspektrum 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) laufzeitkongruent 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.

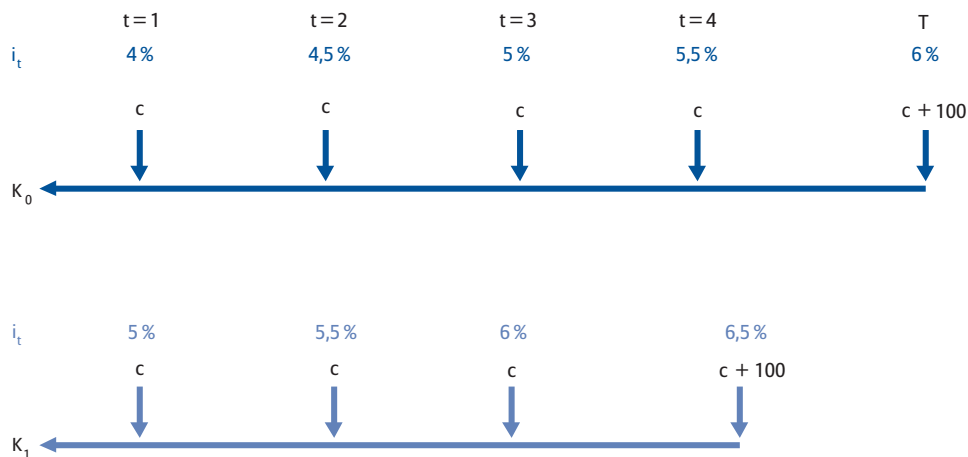
Nach einem Jahr schaut der Investor in sein Depot und stellt fest: Die Anleihe ist 102,01 wert. Geld, das vom Himmel fällt?

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.

Beispiel 2: Zinseffekt

Anleihen unterliegen einem Zinsänderungsrisiko.

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 Anfangs-investition
 CF_t = Cashflow in Zeitpunkt t

Duration

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

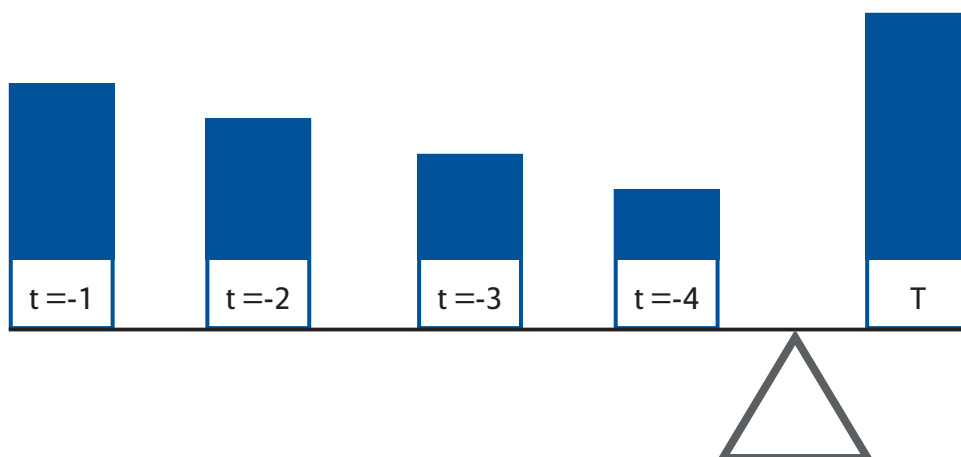
Konzeptionell kann die Duration nach zwei inhaltlich verwandten Lesarten interpretiert werden. Sie entspricht:

- der gewichteten Bindungsdauer der Zahlungsströme einer Anleihe, wobei die Bindungsdauer jeder Zahlung mit ihrem Anteil am Barwert der Anleihe gewichtet wird;

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.



Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

- 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.
- 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.

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:

$$dK/K = -DM di$$

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

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

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

Duration ist nicht konstant.

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

Kasten 5: Berechnung der Konvexität

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

$$\text{Konv} = \left(\sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+i)^{t+1}} \right) / K$$

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

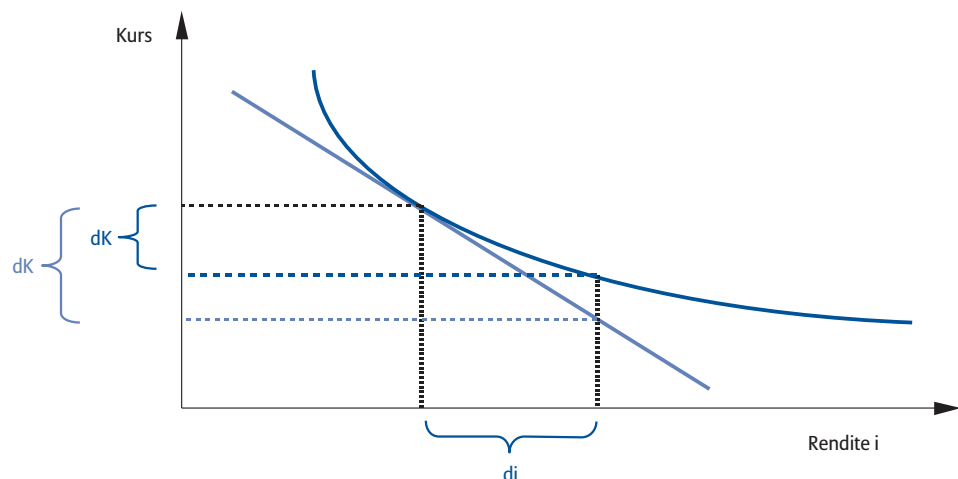
- Mit zunehmender Duration nimmt die Konvexität eines Bonds in steigendem Maß zu. Das heißt: Tauscht ein Investor einen Bond gegen einen anderen mit doppelter Duration, dann nimmt die Konvexität um mehr als das Doppelte zu. Das heißt auch: Die Messungenauigkeit der Duration gegenüber dem Konvexitätsmaß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



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 Rentenfondsmangement 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 Anleihen der Emittenten Deutschland und Frankreich. 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 erkennen, noch bevor sie eintritt – sonst liegt er nicht „vorn“, sondern „hinten“.

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.

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 Zent-

ralbank den Geldmarkt (kurze Laufzeiten; zum Beispiel Zinssatz für Drei-monatsgeld) unmittelbar, da ihre geldpolitischen Instrumente hier ansetzen.

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

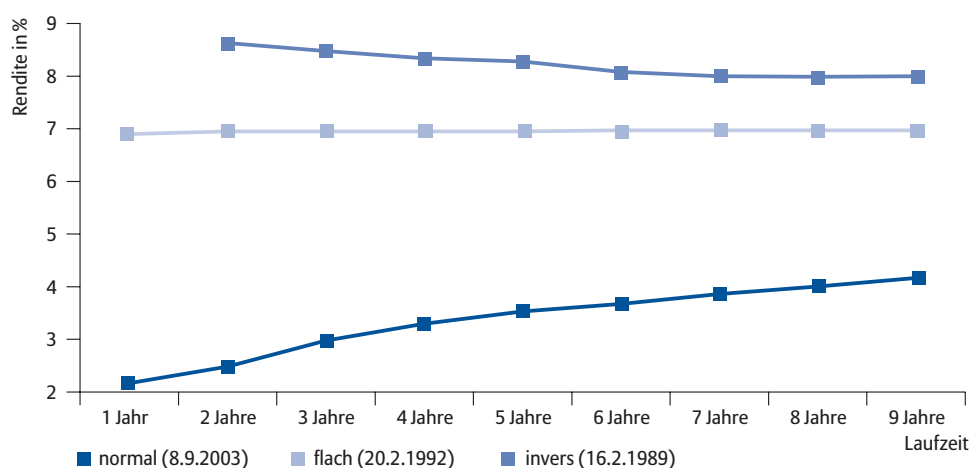
Die Bildung der Renditen mittlerer Laufzeiten hängt aufs Engste mit der erwarteten Geldpolitik zusammen. Die Erklärung dahinter ist ein sogenanntes Arbitragegleichgewicht.

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

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

Schaubild 1: Arten der Zinsstrukturkurve



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

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 Sechsmonatsgeld. Bei einem unveränderten, aktuellen Satz für Sechsmonatsgeld heute muss – Arbitragegleichgewicht vorausgesetzt – auch der Zwölfmonatssatz sinken. Die Zentralbank kann also über die Erwartungsbildung auch Zinsen beeinflussen, die sie mit ihren geldpolitischen Instrumenten nicht direkt steuern kann.

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

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 Butterflies 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 „Laufzeitspreads“, 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.

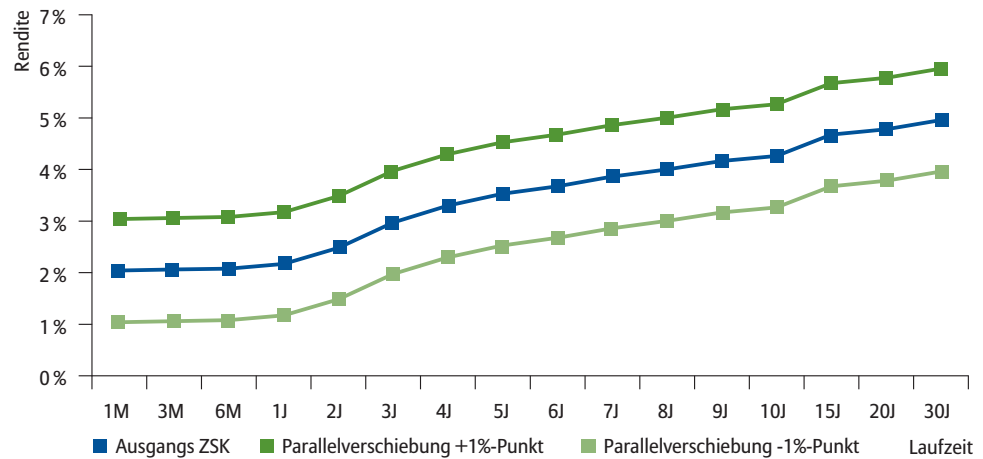
Hat ein Portfolio zum Beispiel eine Duration von 4,5 Jahren und wird ein Rückgang des Zinsniveaus um einen Prozentpunkt (was 100 Basispunkten entspricht) erwartet, führt eine Verlängerung der Duration auf 5,5 zu einem zusätzlichen Gewinn von 100 Basispunkten, denn: Fällt das Zinsniveau um 1 %, dann steigt 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 Kurs-sensitivität von einer Anleihe auf ein ganzes Portfolio übertragen wurde, heißt dies implizit auch, dass die Strategie von einer Parallelverschiebung 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.

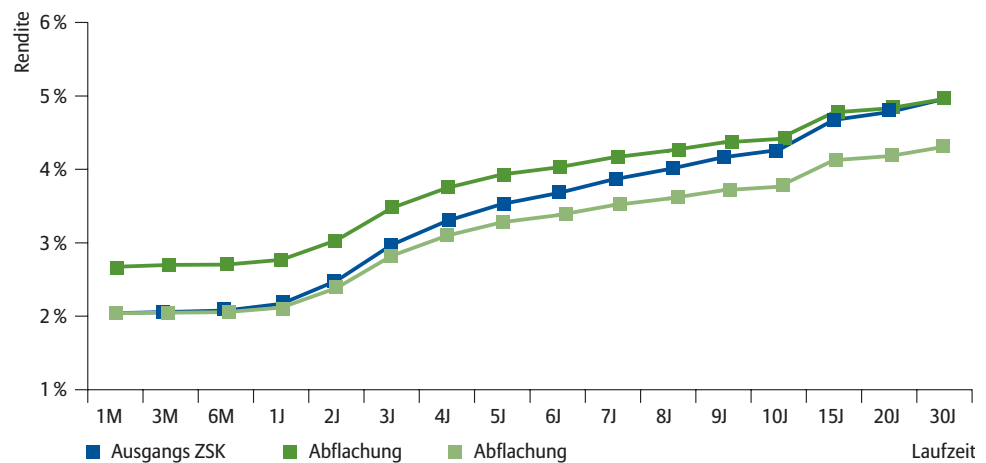
Butterfly

Drehung

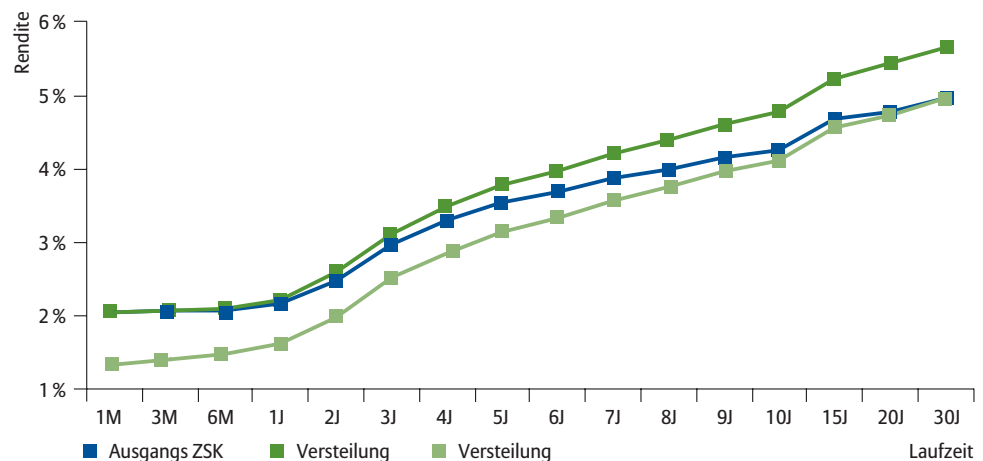
Parallelverschiebung

Schaubild 2: Bewegungsmuster der Zinsstrukturkurve: Parallelverschiebung ...

Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Schaubild 3: ... Abflachung ...

Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Schaubild 4: ... und Versteilung

Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

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.

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.

Bullet, Barbell & Ladder.

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 meist sichereren Staatsanleihen höchster Bonität 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-Profils 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.

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.

Beispiel

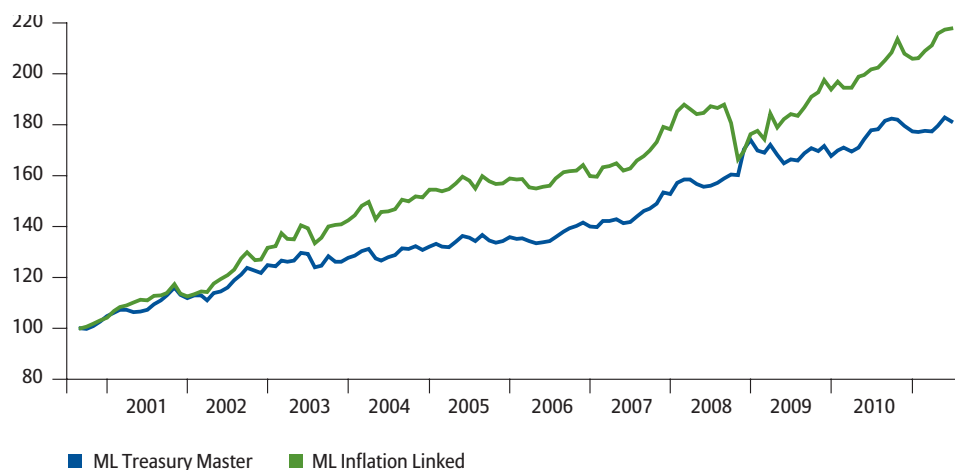
Eine Anleihe wird zu 100.000 Euro emittiert. Der Kupon lautet auf 3,5%. Die nach Ablauf eines halben Jahres gemessene Inflation beträgt 3% p.a., etwa 1,5% je Halbjahr. Der inflationsindexierte Nennwert ist dann 101.500

Schaubild 1: Indizes im Vergleich

Gesamtertragsindex nicht-indexierter Anleihen.

Hier: Treasury Master und „inflation linked“ Index für US-Treasuries.

Indizes von Merrill Lynch.



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse, Stand: Juli 2011

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 Inflationsschutz 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.

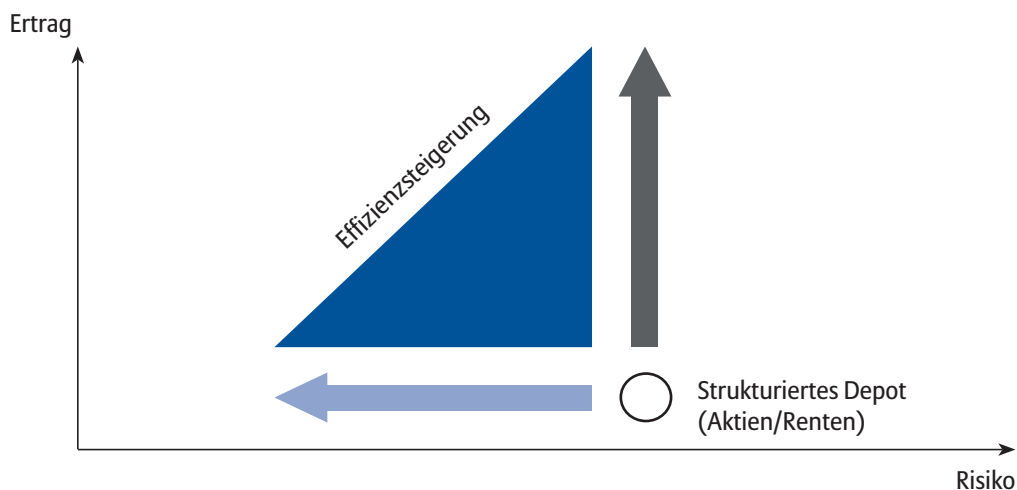
Taktik/Timing

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.

Drei Szenarien sind dabei denkbar:

- Bleiben die Inflationserwartungen unverändert beziehungsweise entspricht die aktuelle Inflationsentwicklung 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.

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.

- 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 inflations-indexierten 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-Profils. 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 Zu-

schlag 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“). Wo bei der Nutzen mit zunehmender Inflation steigt.

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 Verbraucherpreisindex (ohne Tabakwaren) indexiert. 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 indexierter Anleihen sinkt. Folge: Der Renditeabstand zu nicht-indexierten 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 indexierte 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 inflationsindexierte Anleihen, ist er in dem entsprechenden Index relativ stärker vertreten als in dem Vergleichsindex für nicht-indexierte Anleihen.

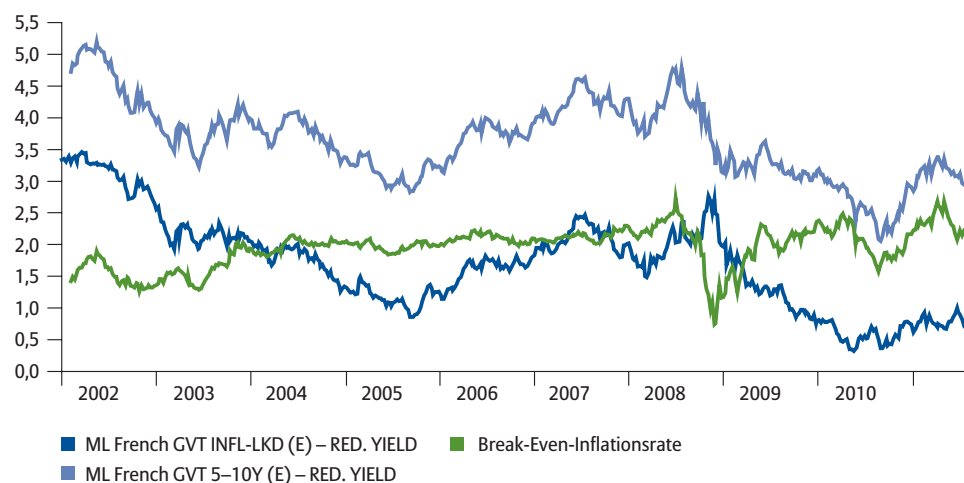
- Zu den die Break-Even-Inflationsrate verzerrenden Faktoren gehören noch einige „technische“, wie zum Beispiel unterschiedliche Arten der Steuererhebung, welche die Zahlungsbereitschaft – und damit die Kursfindung – unterschiedlich beeinflussen.

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

Break-Even-Inflationsrate gemessen an französischen OATi und nicht-indexierten französischen Staatsanleihen.



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse, Stand: Juli 2011

Weitere Literatur von der Kapitalmarktanalyse:

Analysen & Trends

Welt im Wandel

- Entscheidende Einblicke in eine Welt im Wandel
- Wachstumsländer
- Brasilien: Local Hero – Global Winner
- Asien im Aufbruch – Gravitationszentrum des 21. Jahrhunderts
- Der sechste Kondratieff – Wohlstand in langen Wellen

Chinas neue Epoche des Wachstums

- Die zaghafte Öffnung des chinesischen Kapitalmarkts
- China Fokus - In den Fußstapfen Japans
- Tiger und Drache
- China Fokus - Arbeitskräftemangel
- Wachstumsland China

Knappe Ressourcen

- Richtig investieren in der neuen Normalität – ein Thesenanschlag
- Megatrend: Knappe Ressourcen
- Fokus: Am Golde hängt doch alles?

Sparen & Zukunftssicherung

- Geldvermögen
- Sparen - aber richtig!

PortfolioPraxis

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Wie wir doch noch aus unseren Fehlern lernen können
- Überliste dich selbst!

SRI – Sustainability – ESG

- Rendite ohne Reue
- Rendite ohne Reue reloaded
- Nachhaltig – verantwortungsvoll – themenbasiert

Risikomanagement & Advanced Return

- Advanced Return-Strategien im Niedrigzinsumfeld
- Advanced Return-Strategien
- Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage
- Fokus: Omegafaktor
- Schwarzer Schwan

Akademie

- Dividententitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!
- Wissen: Alpha bis Vola
- Is small beautiful?
- Aktives Management
- Master-KAG
- Branchen im Zyklus
- Value oder Growth – mehr als nur eine Stilfrage
- Internet-Guide zur finanziellen Bildung
- Konjunktur
- Ökonomische Indikatoren kompetent nutzen
- Fiduciary Management

All unsere Publikationen, Analysen und Studien können Sie unter der folgenden Adresse online einsehen:

<http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse>

Verpassen Sie auch nicht
unsere Podcasts:
[www.Allianz Global Investors.de/
podcast](http://www.AllianzGlobalInvestors.de/podcast)



Investor's Corner

Gespart werden kann direkt mit Aktien- und/oder Rentenfonds. Beispielfhaft seien hier folgende Fonds genannt:

Rentenfonds:

Allianz PIMCO Europazins - Av - EUR¹

ISIN DE0008476037, TER 0,94%

Allianz PIMCO Rentenfonds - Av - EUR¹

ISIN DE0008471400, TER 1,00%

Allianz Euro High Yield Bond - A - EUR¹

ISIN LU0482909818, TER 1,020%

Die Möglichkeit, in einen breit diversifizierten Korb aus Aktien und Anleihen zu investieren, bieten u. a. folgende

Mischfonds:

Allianz Flexi-Rentenfonds - A - EUR¹

ISIN DE0008471921, TER 1,16%; zzgl. TER für performance-abhängige Vergütung 1,120%

Allianz Flexi Euro Balance - A - EUR¹

ISIN DE0009789867, TER 1,22%; zzgl. TER für performance-abhängige Vergütung 1,120%

Allianz Flexi Euro Dynamik - A - EUR²

ISIN DE0009789834, TER 1,46%; zzgl. TER für performance-abhängige Vergütung 1,130%

Wer sich für Zielfonds interessiert, für den kommen u. a. folgende Fonds in Betracht:

Allianz FinanzPlan 2015 - A - EUR¹

(ISIN LU0239364028, TER 0,63%¹)

Allianz FinanzPlan 2020 - A - EUR¹

(ISIN LU0239364531, TER 1,01%)

Allianz FinanzPlan 2025 - A - EUR¹

(ISIN LU0239365264, TER 0,97%)

Allianz FinanzPlan 2030 - A - EUR¹

(ISIN LU0239367716, TER 0,94%)

Allianz FinanzPlan 2035 - A - EUR¹

(ISIN LU0239368102, TER 0,91%)

Allianz FinanzPlan 2040 - A - EUR¹

(ISIN LU0239368953, TER 0,87%)

Allianz FinanzPlan 2045 - A - EUR¹

(ISIN LU0239369506, TER 0,90%)

Allianz FinanzPlan 2050 - A - EUR¹

(ISIN LU0239384059, TER 0,81%)

Anlageziel der Allianz FinanzPlan-Familie:

Die Fonds zielen darauf ab, bis zu ihrem jeweiligen Zieldatum Kapitalwachstum zu erwirtschaften. Dazu soll sein Vermögen zunächst zum Großteil in schwankungsintensive Vermögenswerte investiert werden (auf den Aktienmarkt, Warentermin-/Edelmetall-/Rohstoff-/Hedgafonds- und Private Equity-Indizes bezogene Anlageprodukte sowie Emerging Markets-Werte). Mit näher rückendem Zieldatum soll der Anteil relativ schwankungsarmer Vermögenswerte (auf den Renten-, Geld- und Immobilienmarkt bezogene Anlageprodukte) erhöht werden. Ab dem Zieldatum sollen durch vorwiegende Anlage in relativ schwankungsarmen Vermögenswerten vergleichsweise stabile Erträge erwirtschaftet werden.

Die von uns genannten Fonds können sich sowohl als Portfoliobeimischung als auch als Basisallokation verstehen, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Ertrag-Risiko-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 direkt bei Ihrem Anlageberater oder bei Allianz Global Investors. Fällt beim Erwerb der Fondsanteile ein Ausgabeaufschlag an, wird dieser bis zu 100 % vom Vertriebspartner vereinnahmt. 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.

¹ Die Volatilität (Wertschwankung) der Fondsanteilswerte kann erhöht sein.

² Die Volatilität (Wertschwankung) der Fondsanteilswerte kann stark erhöht sein.

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

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 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.

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.

TIPP: Alle Publikationen sind direkt per E-Mail abonnierbar: 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.Allianz Global Investors.de/podcast](http://www.AllianzGlobalInvestors.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

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

Stand: September 2011

Bei dieser Broschüre handelt es sich um Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.