

Anleihen: Grundlagen (1)

Vor oder hinter der „Kurve“? – Strategien mit Renten

Auch bei Anleihen ist aktives
Management gefragt

Allianz 
Global Investors

Verstehen. Handeln.



Inhalt

- 4 „Auf der Kurve“
- 5 „Vor der Kurve“
- 6 Die „Kurve“ in Bewegung
- 6 Strategien mit Staatsanleihen
- 8 Spreadstrategien

Impressum

Allianz Global Investors Europe GmbH
Bockenheimer Landstr. 42 – 44
60323 Frankfurt am Main

Capital Markets & Thematic Research
Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn), Stefan Scheurer (st)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter
www.allianzglobalinvestors.de
Alle Publikationen sind abonnierbar unter
www.allianzglobalinvestors.de/newsletter
Verpassen Sie auch unsere Podcasts nicht:
www.allianzgi.de/podcast

Vor oder hinter der „Kurve“? – Strategien mit Renten

Hier 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.

„Vor der Kurve“

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 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.

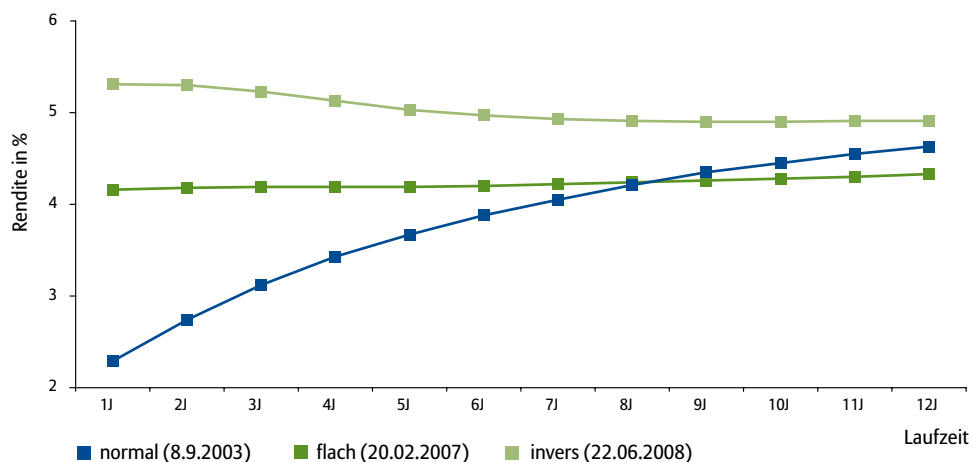
Beispiel:

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.

Bei Inflation im Zeitraum 1967 bis 1982 konnten US-Dividendenstrategien überzeugen

Schaubild 1: Arten der Zinsstrukturkurve (historische Beispiele)



Quelle: Datastream: Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research

Butterfly

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 Zwölfmonatssatz sinken. Die Zentralbank kann also über die Erwartungsbildung auch Zinsen beeinflussen, die sie mit ihren geldpolitischen Instrumenten nicht direkt steuern kann.

Drehung

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.

Parallelverschiebung

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 „Laufzeitem-spreads“, 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

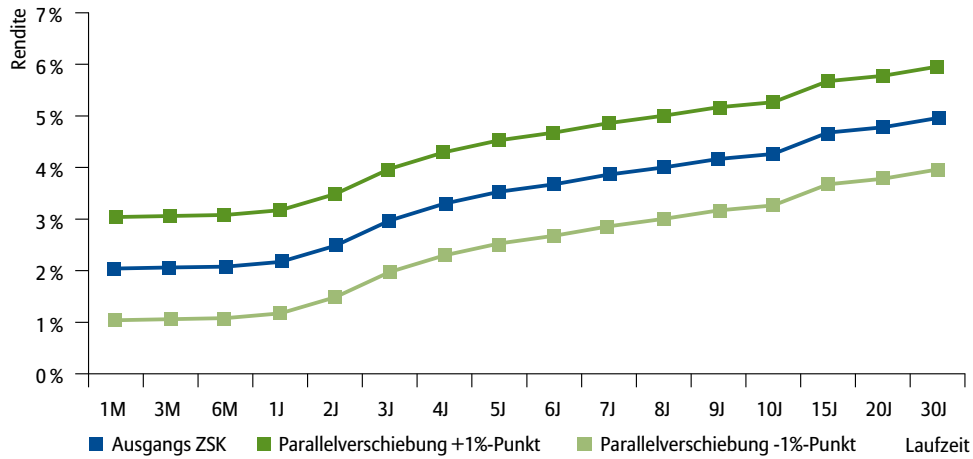
Duration

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.

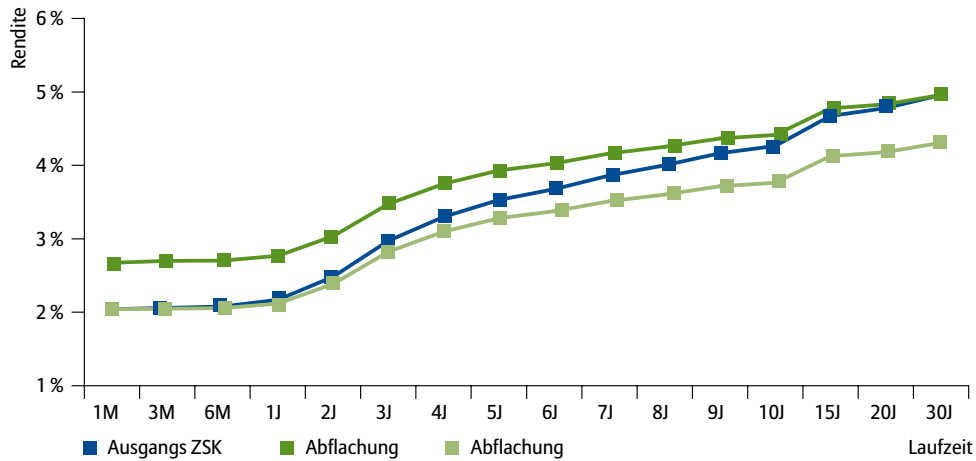
Zu beachten ist: Da das Konzept der Kurssensitivität von einer Anleihe auf ein ganzes Portfolio übertragen wurde, heißt dies implizit auch, dass die Strategie von einer Parallelverschiebung der Zinsstrukturkurve ausgeht, das heißt, die Rendite einer Anleihe mit fünf Jahren Laufzeit steigt/fällt ebenso um 1% wie die Rendite einer sechs-, einer siebenjährigen... usw.

Schaubild 2: Bewegungsmuster der Zinsstrukturkurve: Parallelverschiebung ...



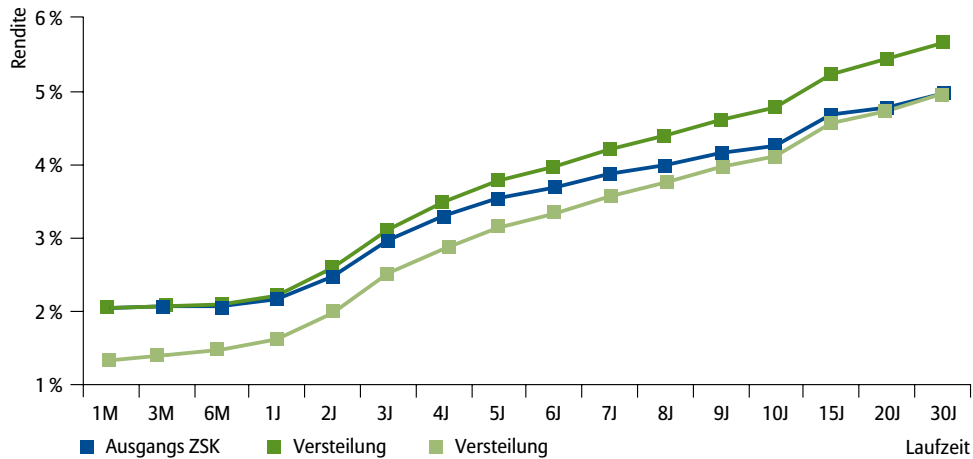
Quelle: Datastream: Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research

Schaubild 3: ... Abflachung ...



Quelle: Datastream: Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research

Schaubild 4: ... und Versteilung



Quelle: Datastream: Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research

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 Stra-

tegie bei welcher (erwarteten) Zinsänderung vorteilhafter gegenüber den anderen ist. Dies kann nur durch eine Simulations-analyse 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.

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

Erwartungen bestimmen die Strategie.

Bullet, Barbell & Ladder.

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 entsprechende Expertise des Managements ist dabei entscheidend.

Hans-Jörg Naumer



Weitere Analysen von Global Capital Markets & Thematic Research

Risiko. Management. Ertrag.

- Investieren mit „Smart Risk“ in Zeiten finanzieller Repression
- Risk Management in Zeiten des Schuldenabbaus
- Aktives Management
- Neue Zoologie des Risikomanagers der Kapitalanlage
- Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI)
- Portfolio Health Check®: Vorbereitet sein für die „Finanzielle Repression“

Finanzielle Repression

- Der Abstieg vom Schuldengipfel
- Internationale Geldpolitik in Zeiten finanzieller Repression: ein Paradigmenwechsel
- Lautlose Entschuldung oder Schuldenschnitt: Finanzielle Repression und Regulierung
- Finanzielle Repression findet bereits statt
- Finanzielle Repression: Die lautlose Entschuldung

Dividenden

- Dividendenstrategien in Zeiten von großem Gewinnpessimismus
- Dividentitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!
- Dividendenstrategien im Umfeld von Inflation und Deflation
- Hohe Ausschüttungsquote = hohes künftiges Gewinnwachstum

Welt im Wandel

- Erneuerbare Energien – Investieren gegen den Klimawandel
- Der „grüne“ Kondratieff – oder warum Krisen gut sind
- Krisen – oder: die schöpferische Kraft der Zerstörung

Anleihen

- Zinsänderungsrisiko: Anatomie moderner Renten-Bärenmärkte
- Langfristiges Szenario für Schwellenländerwährungen
- High Yields
- Der Markt für US-High-Yield-Anleihen: groß, liquide und attraktiv
- Credit Spreads – Risikoprämien bei Anleihen
- Unternehmensanleihen
- Warum asiatische Anleihen?


Demografie – Pension – Langlebigkeitsrisiko

- Langlebigkeitsrisiko der betrieblichen Altersvorsorge
- Niedrige Rechnungszinsen im Bilanzstichtag – Auswirkungen auf die Internationale Bewertung von Pensionsverpflichtungen
- Grundwissen zur IFRS-Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen
- Kompendium Zeitwertkonten
- Kompendium Insolvenzversicherung
- Pensionsrisiken der betrieblichen Altersversorgung
- Ausfinanzieren von Pensionsverpflichtungen
- Demografische Zeitenwende (Teil 1)
- Altersvorsorge im Demografischen Wandel (Teil 2)
- Investmentchance Demografie (Teil 3)

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Überliste dich selbst: Die Odysseus-Strategie
- Überliste dich selbst – oder: Wie Anleger die „Lähmung“ überwinden können
- Überliste dich selbst – oder: Vom „intuitiven“ und „reflexiven“ Verstand
- Behavioral Finance und die Ruhestandskrise
- Erkenne dich selbst!

Alle unsere Publikationen, Analysen und Studien können Sie unter der folgenden Adresse online einsehen:
<http://www.allianzglobalinvestors.de>

 @AllianzGI_DE folgen

www.twitter.com/AllianzGI_DE



Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die Erträge daraus können sowohl sinken als auch ansteigen und Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück.

Die hierin enthaltenen Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus unterschiedlichen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich betrachtet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert und es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht durch grobe Fahrlässigkeit oder vorsätzliches Fehlverhalten verursacht. Bestehende oder zukünftige Angebots- oder Vertragsbedingungen genießen Vorrang.

Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Herausgegeben von Allianz Global Investors Europe GmbH (www.allianzglobalinvestors.eu), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland mit eingetragenem Sitz in Bockenheimer Landstr. 42–44, D-60329 Frankfurt/Main, zugelassen und beaufsichtigt von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

www.allianzglobalinvestors.de

Allianz Global Investors
Europe GmbH
Bockenheimer Landstr. 42–44
60323 Frankfurt am Main



Stand: Dezember 2013

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