

Anleihen: Grundlagen (3)

Staatsanleihen

Renditedifferenzen und Bonitäten

Allianz 
Global Investors

Verstehen. Handeln.



Inhalt

- 4 Grundlagen
- 4 Anleihen sind nicht gleich Anleihen
- 5 Ausgangspunkt: Vater Staat
- 6 Liegt der Markt richtig?
- 7 Worauf ist zu achten?

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

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.

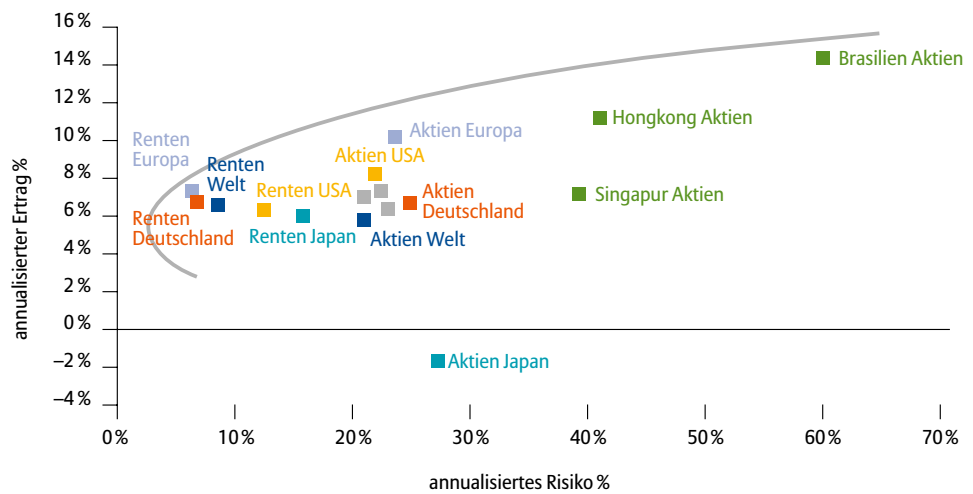
Zeit also, über Bonds nachzudenken – und am besten über Bonds mit Kick. Wie lässt sich mit ihnen ein Mehr an Rendite generieren?

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.

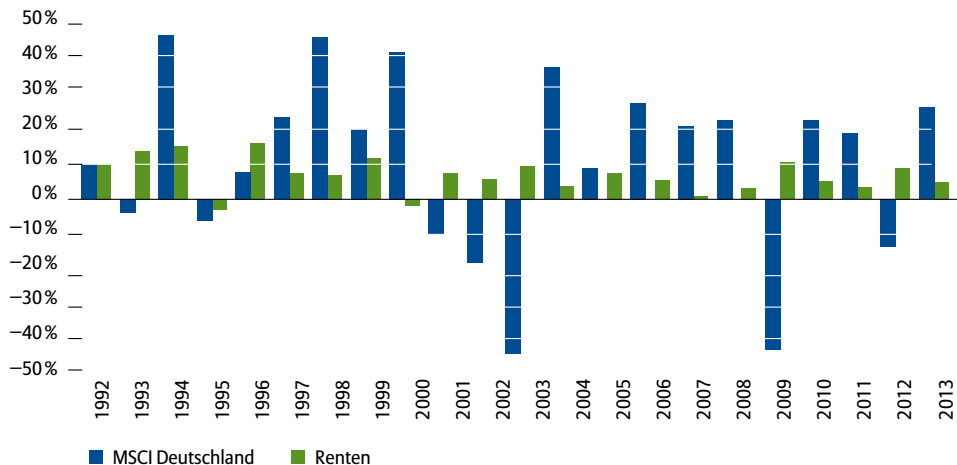
Schaubild 1: Ertrag und Risiko von Aktien und Anleihen



Das Risiko-Ertrag-Diagramm zeigt: Bei der ganzen Fülle an Anlagemöglichkeiten waren Staatsanleihen die Anlageform mit dem geringsten Risiko. Zeitraum: 1990–2013; währungsbereinigt in Euro. Das Risiko wurde gemessen an der Volatilität der Kurse.

Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research Stand: Dezember 2013

Schaubild 2: Wertentwicklung von Aktien und Renten



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research Stand: Dezember 2013

- Schaubild 2 verdeutlicht die unterschiedliche Wertentwicklung von Aktien und Anleihen von 1992 an. Was sofort auffällt, ist, dass Anleihen im Betrachtungszeitraum von 1989 an nur zweimal eine negative Performance aufwiesen. Bei Aktien war dies insgesamt sechsmal 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 Rentenfondsmanagement setzt an der Renditestrukturkurve an. Sie bildet das gesamte Laufzeitenspektrum von (Staats-) Anleihen mit den jeweiligen Renditen ab.

Je nach „Krümmung“ dieser Kurve lassen sich drei Strukturkurven unterscheiden:

- „normal“: Die Renditen steigen mit 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 Laufzeitenbereiche vorweggenommen. Die Inflationsprämie, als Bestandteil der Rendite, sinkt, die reale Komponente ebenfalls. Die Renditestrukturkurve wird invers.

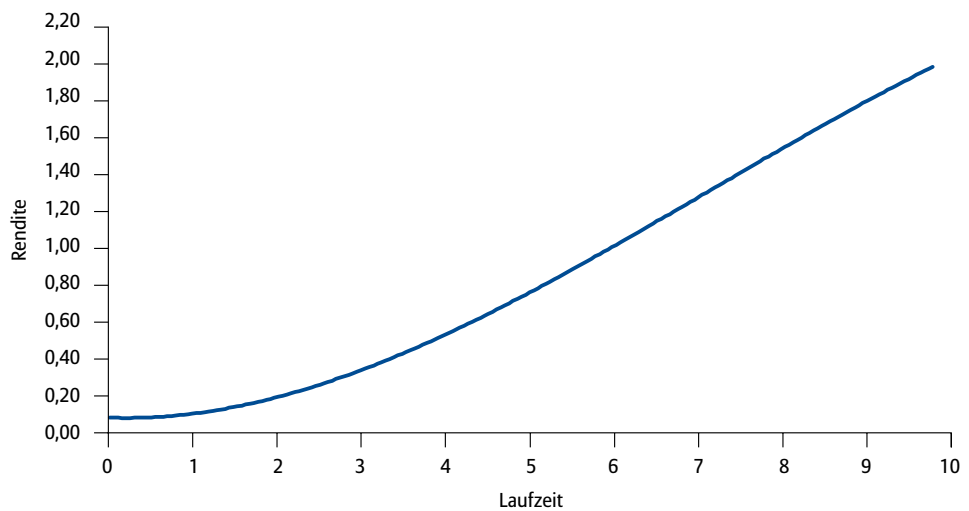
Liegt der Markt richtig?

Die Renditen, beziehungsweise in ihrer aggregierten Form die Renditestrukturkurve, geben wieder, was der Finanzmarkt bereits an Entwicklungen erwartet.

Was aber wird in den am Markt ausgewiesenen Renditen tatsächlich antizipiert? Und: Ist diese Antizipation richtig? Der Kampf um Renditeverbesserungen beginnt. Wer zum Beispiel, anders als der Markt, steigende Inflationsraten erwartet, wird sich auch auf steigende Renditen vor allem bei den langen

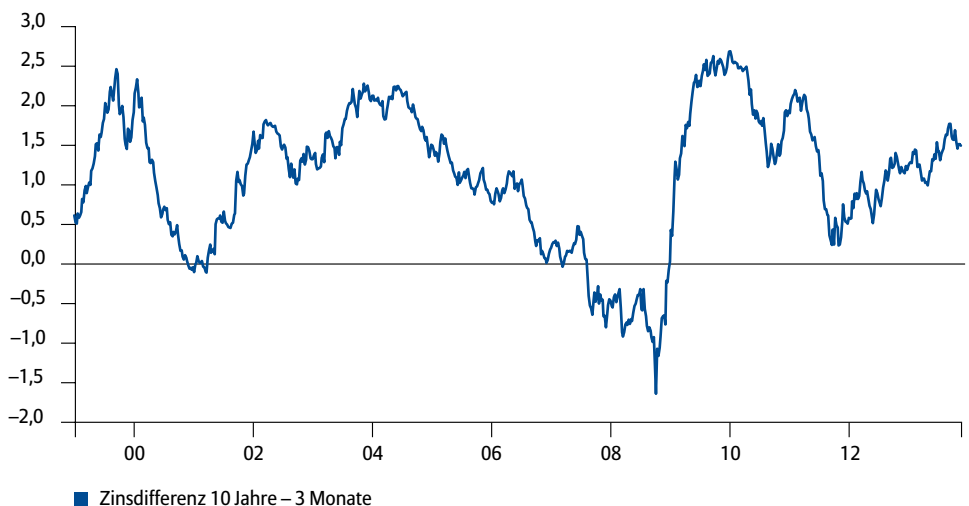
Laufzeitenbereichen einstellen und dieses Segment untergewichten, noch bevor es alle tun. Denn: Steigen die Preise, wollen die Anleger eine höhere Rendite, um den Kaufkraftverlust auszugleichen. Die kürzeren Laufzeiten werden dagegen deutlich stärker von den Zentralbanken beeinflusst. Beispiel Geldpolitik: Wird eine Lockerung der Geldpolitik erwartet – nichts wie rein in die kurzen und mittleren Laufzeiten! Wenn es am Ende alle tun, sinken die Renditen und es kommt zu Kursgewinnen. Durch das Setzen auf bestimmte Laufzeiten können Kursgewinne realisiert werden. Aktives Handeln ist gefragt.

Schaubild 3: Die Renditestrukturkurve für Euroland-Anleihen



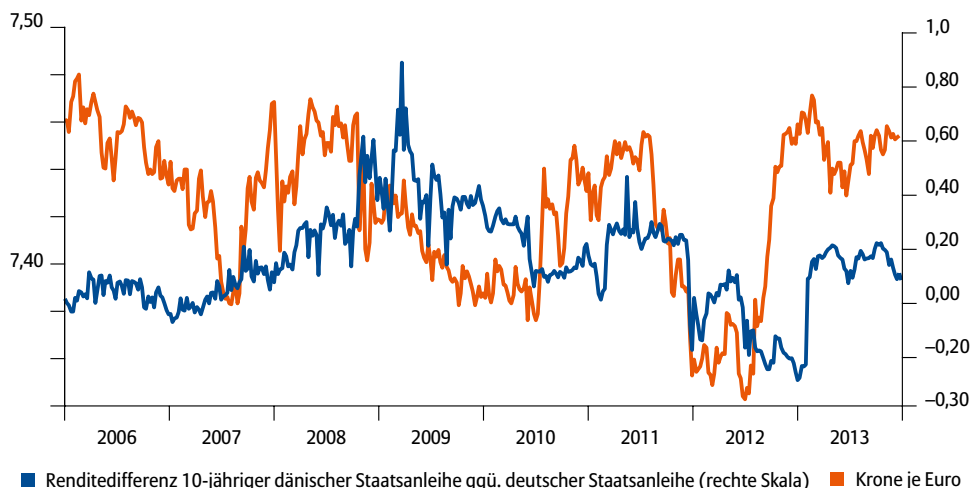
Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research Stand: Dezember 2013

Schaubild 4: Renditestrukturkurve



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research Stand: Dezember 2013

Schaubild 5: Dänemark– Renditespread und Wechselkurs



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse, Stand: Dezember 2013

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)

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).

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

* 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.

Hans-Jörg Naumer

Schaubild 6: Renditedifferenz Bund vs. Treasuries

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



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research Stand: Dezember 2013

Kasten 2: Rating gemäß Standard & Poor's

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

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

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

EWU

Unser umfangreiches Angebot an Studien rund um den Euro finden Sie direkt auf der Homepage unseres [Eurozone Resource Center](#)

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

- 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 – Langlebkeitsrisiko

- Langlebkeitsrisiko 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!

All 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: Januar 2014

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