

Fokus: Anleihen mit Kick

Deutschlands globaler Fondsmanager.



Anleihen mit Kick

Sicherheitsorientierte Anleger haben langsam ein Problem: niedrige Renditen. Weder beim Sparbuch noch mit Staatsanleihen ist viel zu erwarten.

Die Euro-Zentralbank hat den Leitzins bereits kräftig gesenkt (Schaubild 1). Da ist es nur eine Frage der Zeit, bis auch die Bankzinsen weiter runtergehen. Gleichzeitig sind die Risikozuschläge, die im Interbankengeldmarkt zwischen den Banken bezahlt werden, gesunken. Sie dürften weiter zurückgehen, je mehr sich die Lage im Finanzsystem normalisiert. Wenn sich die Banken untereinander immer preiswerter refinanzieren können, haben sie auch immer weniger Grund,

hohe Zinsen auf Spareinlagen zu bezahlen. Schlecht für Sparbuch & Co.

Die als sicher geltenden Staatsanleihen bieten auch kaum mehr als 3% (Stand: März 2009). Dabei wird die Inflation wieder zum Thema: Weltweit steigt die Liquidität, Zentralbankgeld ist billig geworden. Wenn die Konjunkturpakete, die gegen die Finanzmarktkrise geschnürt wurden, zu wirken beginnen, dauert es nicht lange, bis auch die Preise wieder steigen. Dann ist die Rechnung einfach: 3% minus vielleicht 2,5% Inflation – da bleibt nicht mehr viel übrig. Ganz zu schweigen von der Abgeltungsteuer, die auch bei Anleihen zugreift. Und: Steigt die Inflation, steigt auch die Rendite – und die Kurse der Anleihen gehen runter. Ein schon fast mechanischer Zusammenhang.

Neue Publikationen

Unsere ausführliche Studie „Globaler Trend: Demographie“ finden Sie direkt unter

www.allianzgi.de/kapitalmarktanalyse

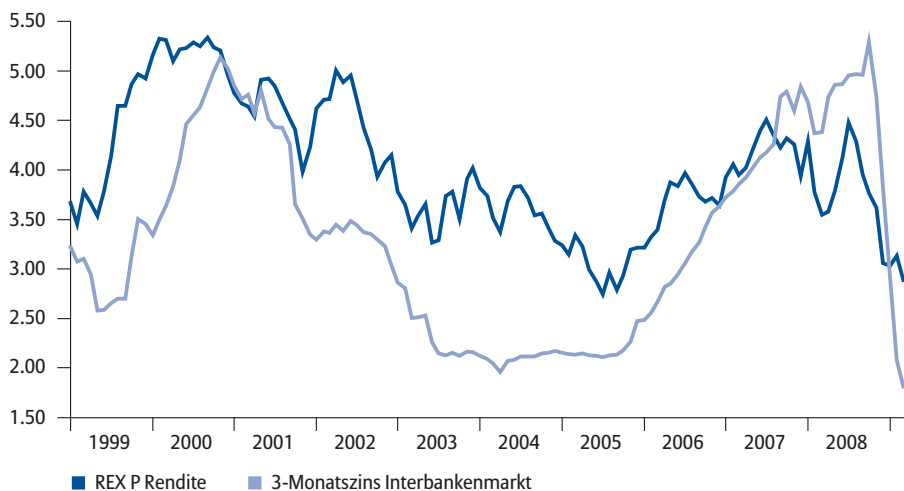
- ▶ Rubrik: Analysen & Trends
- ▶ Zukunftssicherung

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)

Schaubild 1: REX-P & 3-Monatszins Interbankenmarkt



Quelle: Datastream; Darstellung: Allianz GI Kapitalmarktanalyse



Hans-Jörg Naumer
Leiter
Kapitalmarktanalyse
von Allianz Global Investors

Dabei ist zu beachten, dass die Rendite von Anleihen generell von mehreren Komponenten abhängt: Der Inflation, der Laufzeit, der Liquidität (d. h. wie schnell eine Anleihe verkäuflich ist) und der „Knappheit des Geldes“. Diese Knappheit drückt die Realrendite aus. Die Knapp-

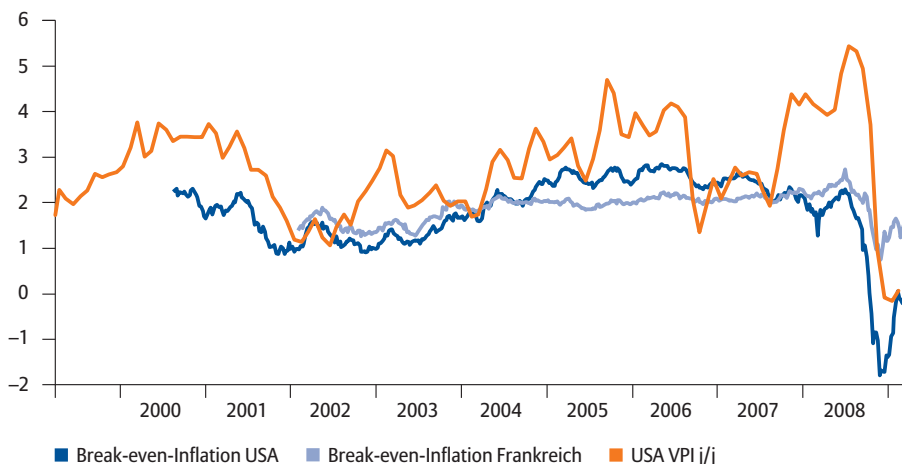
heit steigt, wenn die Konjunktur wächst und umgekehrt. Eine Konjunkturerholung wirkt sich auf Anleihen daher i. d. R. negativ aus. Um so bedeutsamer ist es, dass z. B. ein Anstieg der Realrendite etwa durch eine rückläufige Entwicklung bei den Risikozuschlägen kompensiert werden kann.

Für Anleger, die nach einem Rendite-Kick bei einem überschaubaren Risiko suchen, gibt es zwei Möglichkeiten: Inflationssgeschützte Anleihen oder Unternehmensanleihen.

Anleihen mit Inflationsschutz

Inflationssgeschützte Anleihen wirken ganz einfach: Steigt die Inflation, dann steigt auch der Kupon, um den Inflationseffekt auszugleichen. Der Kupon ist also 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 die Kuponzahlung um die Wirkung der Inflation adjustiert, was typischerweise zweimal im Jahr erfolgt.

Schaubild 2: Break-even-Inflationsraten & US-Verbraucherpreise j/j



Quelle: Datastream; Darstellung: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

Die Break-even-Inflationsrate

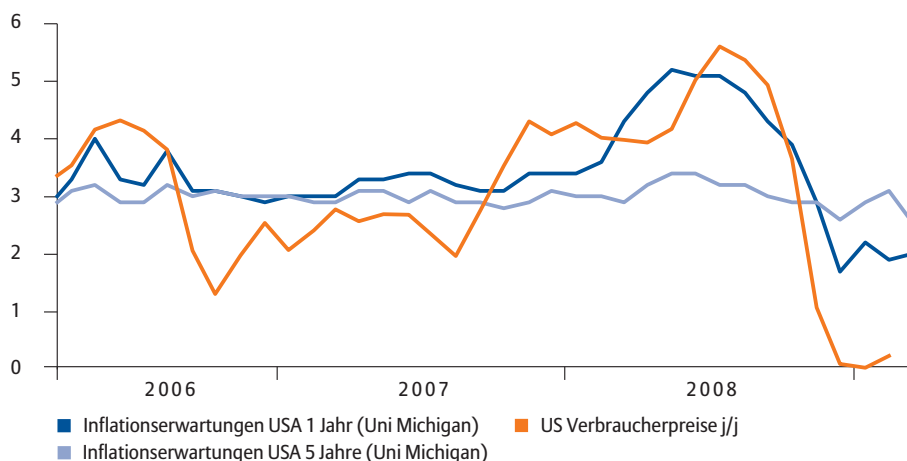
Eine für Investoren wichtige Größe ist die sogenannte Break-even-Inflationsrate. Sie ergibt sich aus der Differenz zwischen der Rendite einer „normalen“ und einer indexierten Anleihe gleicher Laufzeit und gleicher Bonität. Die Break-even-Inflationsrate kann also als Erwartungswert der Marktteilnehmer bzgl. zukünftiger

Inflationsraten gewertet werden. Ein Investor in inflationsindexierte Anleihen stellt sich 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 Anleihenart zu Kursverlusten, sobald die (nominalen) Renditen wegen der höheren Inflation steigen.

Gerade in einem Umfeld, in dem steigende Preise erwartet werden, kann es daher interessant sein, in indexierte Anleihen zu investieren, um die Folgen der Preissteigerungen abzufedern.

Aktuell scheint bei den amerikanischen Staatsanleihen mit Inflationsschutz, den TIPS (Treasury Inflation Protection Securities), gerade das Deflationsszenario auszuklingen (Schaubild 2). Die Break-even-Inflationsrate liegt dort noch unter einem Prozent und war zwischenzeitlich sogar negativ, spiegelte also Deflationserwartungen wider. Anders in Europa. Dort ging die Break-even-Inflationsrate zwar ebenfalls zurück, blieb aber höher als in den USA. Die für Europa repräsentativen OATi (indexierte Obligation Assimilable du Trésor) des französischen Staates preis knapp 2 % Inflation ein (Stand: März 2009).

Schaubild 3: Inflationserwartungen USA 1 & 5 Jahre vs. US-Verbraucherpreise j/j



Quelle: Datastream; Darstellung: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

Auffällig ist dabei der Mismatch mit den von der Universität Michigan erhobenen Inflationserwartungen, die nicht auf Anleihenkursen beruhen, sondern auf Umfragen unter Verbrauchern. Diese erwarten für die USA auf Sicht von einem Jahr eine Preissteigerungsrate von knapp über 2% und auf Sicht von fünf Jahren von knapp 3% (Schaubild 3).

Ein Teil dieser Differenz dürfte sich mit der Berechnung der Break-even-Inflationsrate begründen lassen. Die Berechnungsmethode sollte die Inflationserwartungen eher geringer ausfallen lassen als sie tatsächlich ist. Zum Beispiel gibt es Abweichungen zwischen dem Warenkorb, welcher der Erhebung der Verbraucherpreise dient, und jenem, der die Anpassung der Kuponzahlung bestimmt. Wichtiger noch: Die durchschnittlichen Laufzeiten der Anleihenbenchmarks, aus denen sie berechnet wurde, sind unterschiedlich. Außerdem sind inflationsindexierte Anleihen weniger liquide. Dafür gibt es i. d. R. eine Liquiditätsprämie, welche zu einer höheren Rendite bei den inflationsindexierten Anleihen führt – ergo: Die Break-even-Inflationsrate als Differenz aus der Staatsanleihenrendite und der Rendite auf TIPS fällt geringer aus.

So oder so ist die Break-even-Inflationsrate dennoch ein guter Indikator für die Inflationserwartungen des Marktes, auf die z. B. auch die Europäische Zentralbank schaut. Und selbst die Inflationserwartungen gemäß dem Michigan-Index sind nicht hoch, sondern sollten unter der zu erwartenden Preisentwicklung liegen.

Ergo: Für einen Investor, der von steigenden Inflationsraten ausgeht, können inflationsindexierte Anleihen attraktiv sein.

Unternehmensanleihen

Eine weitere Alternative zu klassischen Staatsanleihen sind Unternehmensanleihen. Interessant sind Unternehmensanleihen dabei insbesondere wegen ihres Renditezuschlags gegenüber den Renditen von Staatsanleihen. Dieser sogenannte Spread befindet sich aktuell auf einem historischen Hoch (Schaubild 4). Das zeigt: Die Angst vor der Finanzkrise hat diesen Risikozuschlag so stark erhöht, dass selbst ein Extremfall wie die Weltwirtschaftskrise von 1930 in den Kursen enthalten zu sein scheint. Für Anleger kann das im Rahmen zweier Szenarien interessant

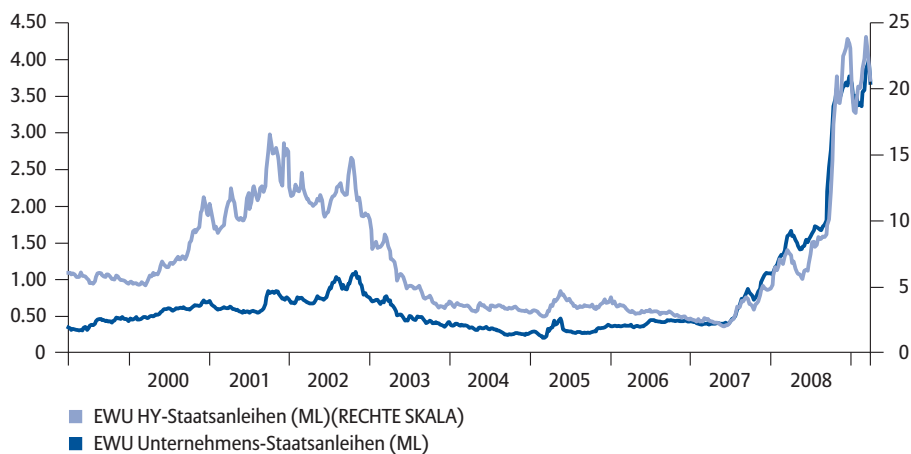
sein. Szenario 1: Die Finanzmarktkrise wird überwunden, die Risikoprämien sinken. Infolgedessen steigen die Kurse der Anleihen. Szenario 2: Die Finanzmarktkrise dauert an. In diesem Fall kann ein Investor die Anleihen bis zur Tilgung halten und derart eine attraktive Rendite erzielen. Wichtig ist es daher, gerade im aktuellen Umfeld auf die Bonität des Emittenten zu achten, um den Insolvenzfall oder ein Herabstufen der Bonität durch eine der Ratingagenturen zu vermeiden. Was sich zusätzlich empfiehlt: Das Insolvenzrisiko breit zu streuen – also nicht alle Eier in einen Korb zu legen.

Interessant für Anleger ist auch: Anders als Aktien gehören Unternehmensanleihen nicht zum Eigen-, sondern zum Fremdkapital. Und Fremdkapital hat Vorrang: Das heißt, im Insolvenzfall werden zuerst die Fremdkapitalgeber, dann die Eigenkapitalgeber aus dem verbleibenden Vermögen bedient.

Und: Unternehmensanleihen erholen sich üblicherweise früher als der Aktienmarkt. Das sagt zwar nur der Blick in den Rückspiegel, hat aber auch eine gewisse Logik: Gerade in schwierigen Zeiten nehmen die Firmen Bilanzbereinigungen vor. Sie nehmen Eigenkapital auf, verkaufen Unternehmensteile, trennen sich von risikoreichen Vermögenswerten. Das ist gut für den Anleiheninvestor, denn die Zahlungsfähigkeit des Unternehmens wird gestärkt. Für den Aktienbesitzer bedeutet eine Eigenkapitalerhöhung aber eine Verwässerung seiner Quote, was ihn schlechter stellt.

Sowohl inflationsindexierte Anleihen als auch Unternehmensanleihen können für Investoren zu Anleihen mit Rendite-Kick werden.

Schaubild 4: Renditezuschläge von Unternehmensanleihen guter und schlechter Bonität im Euroraum



Quelle: Datastream; Darstellung: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

Investor's Corner

Wer sich für „Anleihen mit Kick“ interessiert, für den können folgende Rentenfonds in Frage kommen:

Allianz PIMCO Euro Bond Real Return - A - EUR

(ISIN LU0207533158; TER* 1,05%)¹

Allianz PIMCO Corporate Bond Europa- A - EUR

(ISIN LU0079919162; TER* 1,21%)¹

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

¹ Die Volatilität (Wertschwankung) des Fondsanteilswertes kann erhöht sein.

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

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 Information gem. § 31 Abs.2 WpHG.