

Anleihen: Ziele und Funktion im Depot

von Joachim Dolatschko

Grundlagen

Eine lange Phase niedriger Zinsen, kann bei Ihnen die Fragen aufwerfen: „Warum soll ich in Anleihen investieren, wenn die Zinsen niedrig sind?“ „Was passiert, wenn die Zinsen steigen?“ „Sollen Anleihen als defensiver Teil meines Depots nicht vor Verlusten schützen?“

Für viele ist nicht intuitiv zu verstehen, warum z.B. die **Kurse fallen**, wenn die **Zinsen steigen** und umgekehrt.

Sollten die Zinsen aber hoch sein, fragen Sie sich vielleicht: „Warum soll ich in Aktien investieren?“ Wegen der langen Phase historisch niedriger Zinsen (2008-2022) wollen wir uns aber zunächst mit den Fragen in einem Niedrigzinsumfeld beschäftigen.

Die Funktion einer Anleihe zum **Ausgabezeitpunkt** (Primärmarkt) ist grundsätzlich einfach:

Aktien und Anleihen kanalisieren Kapital



Ein Staat, ein staatsnaher Emittent oder ein Unternehmen braucht Kapital. Man entscheidet sich dazu über eine Anleihe am Kapitalmarkt einen Kredit aufzunehmen (statt Anteile seines Unternehmens über eine Aktiengabe zu verkaufen). Diese Anleihe ist mit einem bestimmten Zinsversprechen ausgestattet.

Der Käufer der Anleihe wird also zum Kreditgeber. Er kauft die Anleihe zu 100%, bekommt während der **festen Laufzeit** einen jährlich fälligen **fest vereinbarten Zins** (der nennt sich Kupon) und am Ende bekommt er 100% wieder zurück. Die Vermögensbereicherung findet also durch die Zahlung des jährlichen Zinses statt.

Das klingt einfach. Und dennoch:

Eine wesentliche Eigenschaft einer Anleihe ist ihre Handelbarkeit (Sekundärmarkt). Und es ist nicht gesagt oder eher sehr unwahrscheinlich, dass man bei einem vorzeitigen Verkauf der Anleihe genau seine 100% Kaufpreis zurückbekommt. Diese 100% garantiert der Emissionär nur am **Ende der Laufzeit**. Während der Laufzeit verändert sich der Wert täglich. Der Wert kann **höher oder niedriger** als 100% sein. Der Wert einer Anleihe verändert sich nämlich

- > wenn sich der Kapitalmarktzins verändert
- > wenn sich die Zahlungsfähigkeit des Emissionärs verändert
- > wenn sich die Restlaufzeit der Anleihe verkürzt
- > wenn der jährliche fällige Zins (Zinscoupon) ausgezahlt wird
- > usw.

Wer also seine Anleihe direkt vom Emittenten kauft (Primärmarkt) und bis zum Laufzeitende hält, für den sind die Konditionen fix. Wer aber die Anleihe vorzeitig am Kapitalmarkt (Sekundärmarkt) verkaufen möchte, der darf mit einem abweichenden Wert rechnen. Der kann höher oder niedriger sein. Dennoch sind diese Wertschwankungen weniger volatil als die Schwankungen der Aktien.

Besonderheit Anleihefonds (anderer Ausdruck: Rentenfonds):



Da ein Anleihefonds mit seinen zahlreichen Anleihen täglich handelbar sein muss, müssen auch die Preise eines jeden einzelnen Papiers täglich festgestellt werden. Hierzu werden die Preise am Sekundärmarkt verwendet. In der Summe ergibt sich daraus der Preis pro Anteil eines Anleihefonds.

Unterschiede

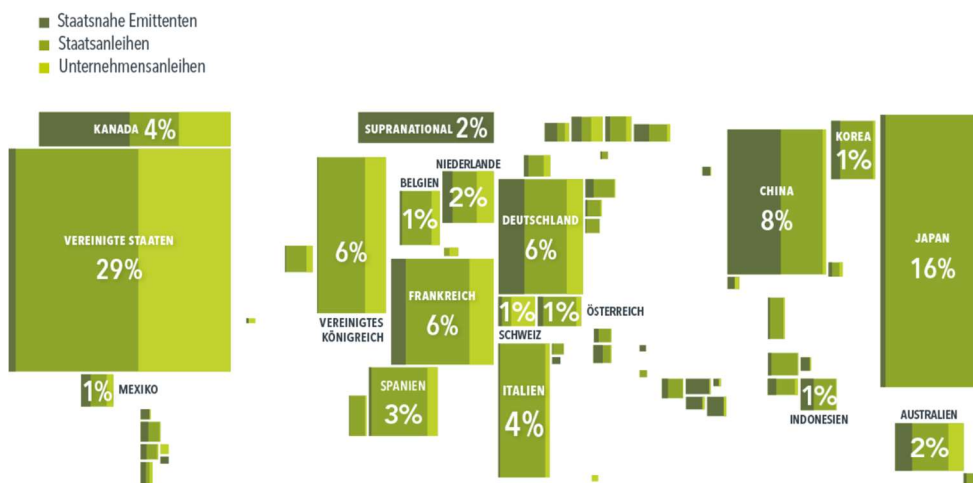
Zwischen den Anleihen gibt es Unterschiede, die man anhand von drei Eigenschaften festmachen kann:

- > **Duration:** Die Duration einer Anleihe zeigt die Sensitivität des Anleihekurses gegenüber Zinsänderungen an. Ist die Duration hoch, reagiert der Anleihekurs bei Zinsveränderungen stark und umgekehrt. Anleihen mit längerer Duration (Anleihen mit längerer Laufzeit haben eine hohe Duration, z.B. „10“) werfen höhere erwartete Renditen ab als Anleihen mit kürzerer Duration, der Unterschied wird als **Laufzeitprämie** bezeichnet.
- > **Bonität:** Die Bonität zeigt an, wie hoch das Ausfallrisiko der Anleihe ist. Aufgrund von Bonitätsunterschieden weicht die Wertentwicklung einer Staatsanleihe mit Spitzenrating von der einer Unternehmensanleihe mit niedrigem Rating ab. Die höhere erwartete Rendite für eine Anleihe mit geringerer Bonität wird als **Bonitätsprämie** bezeichnet.
- > **Währung:** Anleihen werden in verschiedenen Währungen ausgegeben, Anleihen in Euro können sich daher anders entwickeln als Anleihen in US-Dollar oder Britischen Pfund.

Der Markt

Der Anleihemarkt ist global und etwa doppelt so groß wie der Aktienmarkt. Den größten Anleihemarkt haben die USA, gefolgt von Japan, Europa und dem Vereinigten Königreich. Anleihen einzelner Länder entwickeln sich je nach Nachrichtenlage und Markterwartungen unterschiedlich.

In der folgenden Abbildung sehen Sie schematisch die prozentuale Aufteilung des globalen Investment-Grade-Marktes per 31. Dezember 2020. Investment-Grade bezeichnet den Teil des Marktes mit einem Rating von BBB bis AAA.



Anmerkung: Diversifikation sichert weder einen Gewinn noch bietet sie einen garantierten Schutz gegen Verluste in einem rückläufigen Markt.

Daten des Bloomberg Global Aggregate Ex-Securitized Bond Index. Der Index schließt Non-Investment-Grade-Anleihen, Anleihen mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr, steuerbefreite kommunale Anleihen, inflationsgebundene Anleihen, variabel verzinsliche Emissionen und Verbriefungen aus. Die Kategorie „Staatsnah“ enthält Anleihen von Behörden, Kommunen und Nichtkapitalgesellschaften. In der Grafik sind zahlreiche Länder nicht enthalten. Wegen Rundungsfehlern ist es möglich, dass die Summe der Zahlen nicht 100% ergibt. Dieses Dokument dient lediglich zu Informationszwecken und darf nicht als Anlageberatung verwendet werden. Quelle der Daten: Bloomberg.

Funktionen

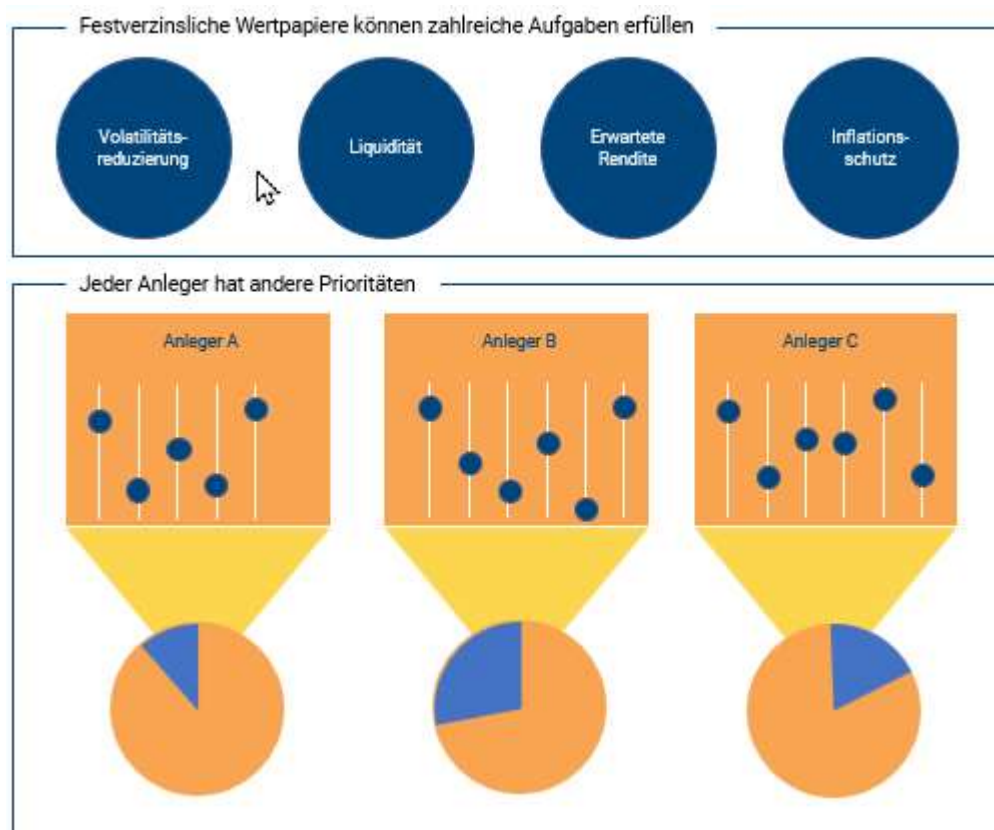
Der wesentliche Unterschied zwischen Aktien und Anleihen besteht darin, dass wir über die künftigen Cashflows (Zinsen) von Anleihen mehr wissen als über die Cashflows (Dividenden, Wertentwicklung) von Aktien.

Sie können mit Anleihen einen Kapitalgewinn (oder -verlust) erzielen, erhalten darüber hinaus jedoch auch feste laufende Erträge in Form von Zinsen (weshalb Anleihen auch als „festverzinsliche“ Wertpapiere bezeichnet werden).

Anleihen werfen also anders als Aktien feste Erträge ab, sind weniger volatil und entwickeln sich oft anders als Aktien. Wegen all dieser Unterschiede können sie in einem diversifizierten Portfolio verschiedene Funktionen erfüllen, je nach Ihrem Risikoprofil und Ihren Zielen. Ganz grob unterscheiden wir zwischen folgenden Funktionen:

- > Volatilitätsminderung, also Glättung der Portfolio-Wertentwicklung
- > Liquidität, damit Sie im Bedarfsfall schneller an Bargeld kommen
- > Renditemaximierung durch Kapitalgewinne und laufendes Einkommen
- > Kapitalerhalt und Schutz vor Inflation

Anleihen erfüllen viele Funktionen



Wir wissen jetzt also, was Anleihen sind und welche Funktionen sie erfüllen. Damit können wir uns der Frage zuwenden, wie sie funktionieren und woher ihre Renditen kommen.

Die Mechanik

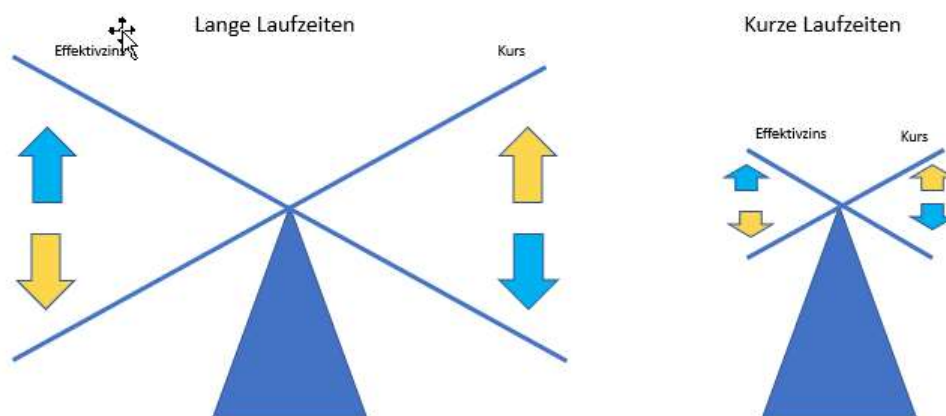
Genau wie mit Aktien können Anleger auch mit Anleihen sowohl Einkommen als auch Kapitalgewinne erzielen. Anders als bei Aktien, deren Dividenden schwanken können, besteht die Einkommenskomponente einer Anleihe in der Regel aus einem festen Zinssatz, dem sogenannten Kupon.

Wie wir in den Grundlagen schon gezeigt haben, wird dieser Kupon regelmäßig bis zur Fälligkeit der Anleihe gezahlt. Zu diesem Zeitpunkt erhält der Inhaber der Anleihe also den ursprünglichen Darlehensbetrag, den sogenannten Nennbetrag, wieder zurück.

Anleger halten Anleihen jedoch häufig nicht bis zu ihrer Fälligkeit, sondern handeln sie auf dem Sekundärmarkt, wo ihre Kurse je nach Informations- und Nachrichtenlage steigen oder fallen.

Anleihen haben zwar einen Preis, werden aber meist anhand ihrer **Effektivverzinsung** miteinander verglichen. Der Effektivzins entspricht der erwarteten Gesamrendite der Anleihe auf Grundlage des aktuellen Marktpreises und unter der Annahme, dass sie bis zur Fälligkeit gehalten wird.

Der Effektivzins und der Preis einer Anleihe bewegen sich in entgegengesetzte Richtungen. Fällt also der Kurs einer Anleihe, steigt der Effektivzins – und umgekehrt. Anders ausgedrückt: Unter ansonsten gleichen Bedingungen steigt die erwartete Rendite einer Anleihe, wenn ihr Kurs fällt, und sinkt, wenn der Kurs steigt.



Wie man an der obigen schematischen Darstellung sehen kann, wirkt sich eine Steigerung des Effektivzinses bei langen Anleihe-Laufzeiten stärker aus als bei kurzen Anleihe-Laufzeiten. Für diesen Sachverhalt verwenden wir die Kennzahl „**Duration**“. Je länger die Restlaufzeit einer Anleihe, desto höher ist die Duration.

Beispiel:

Würde eine Anleihe mit einer 10-jährigen Restlaufzeit eine Duration von „9“ aufweisen, dann bedeutet dies, dass bei einer Zinssteigerung von 1% der Kurs um 9% nach unten geht. Alternativ hätte eine Anleihe von einer 3-jährigen Restlaufzeit eine Duration von 2,5. Dann würde der Kurs nur um 2,5% nach unten gehen.

Die Duration gibt auch eine Antwort auf die Frage, wie viele Jahre eine Kurserholung benötigt. Im obigen Beispiel einer Zinssteigerung von 1% und einer Duration von „9“, dauert es 9 Jahre, bis der verursachte Kursverlust aufgeholt ist. Bei der Duration von „2,5“ dauert es nur 2,5 Jahre.

Vielleicht denken Sie jetzt, dass das ja prima sei, denn dann könnten Sie einfach nur kurze Laufzeiten wählen und dann wäre das Kursverlustrisiko bei Zinssteigerungen sehr klein. Allerdings würden Sie dann im Normalfall auch den geringsten Zins erhalten. Lange Laufzeiten haben nämlich in der Regel höhere Zinsen.

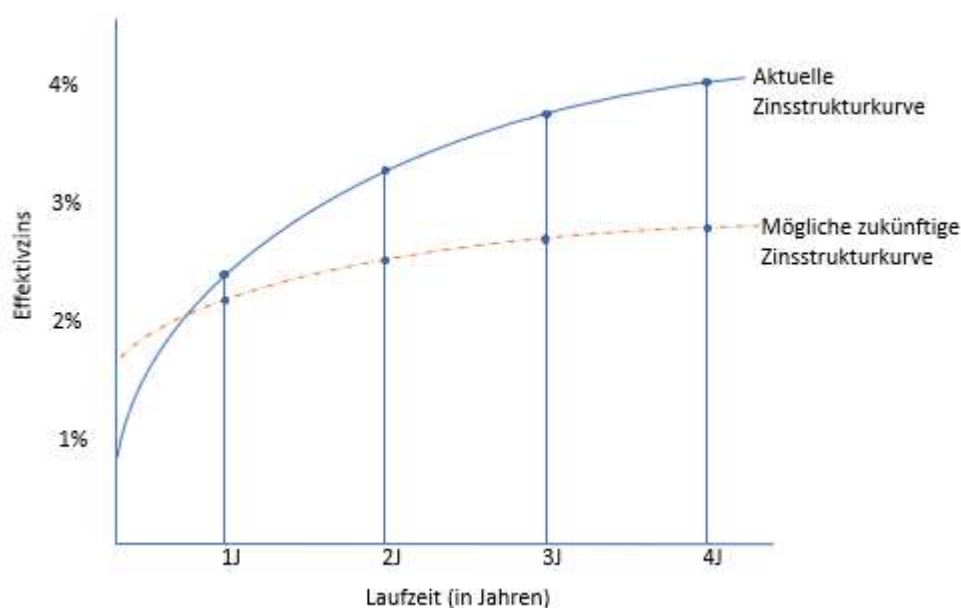
Und damit sind wir schon bei der so genannten Laufzeitprämie die in der Zinsstrukturkurve abgebildet wird.

Eine **Zinsstrukturkurve** zeigt, wie sich die Effektivverzinsung - von Anleihen gleicher Bonität - ja nach Laufzeit verändern.

Wir wissen, dass sich die Preise laufend verändern, weil neue Informationen den Markt erreichen und Anleger ihre Erwartungen an bestimmte Indikatoren wie Zinssätze, Inflation, Wirtschaftswachstum und diverse andere Kennzahlen kontinuierlich anpassen.

Das bedeutet auch, dass sich die Zinsstrukturkurven laufend verändern. Eine **normale** Zinsstrukturkurve entsteht, wenn Anleihen mit längerer Laufzeit höhere Effektivzinsen abwerfen als Anleihen mit kürzerer Laufzeit (so wie der folgenden Abbildung).

Manchmal ist die Kurve jedoch auch flach oder invers. Bei einer **flachen** Zinsstrukturkurve sind die erwarteten Renditen für alle Laufzeiten gleich, bei einer **inversen** Kurve ist die erwartete Rendite bei langen Laufzeiten niedriger als bei kurzen. In diesem Fall erhalten Anleger keine zusätzliche Prämie, wenn sie ihr Geld für einen längeren Zeitraum verleihen.



Nur zu Illustrationszwecken

Wir können also die Informationen aus den Zinsstrukturkurven nutzen, um die Quellen erwarteter Renditen aufzuschlüsseln. Erwartete Renditen bestehen im Wesentlichen aus drei Elementen:

- > Die **Effektivverzinsung**, also die Rendite, die Anleger für den Besitz der Anleihe bis zur Endfälligkeit erhalten würden.
- > Der **erwartete Kapitalgewinn** über einen bestimmten Zeitraum **vor** Ablauf der Fälligkeit, der sich aus der aktuellen Zinsstrukturkurve ableitet.
- > Mögliche **zukünftige** Veränderungen der Zinsstrukturkurve, die sich auf den erhofften Kapitalgewinn auswirken.

Die ersten beiden dieser Elemente sind bekannt und ergeben zusammen den sogenannten **Terminzins**. Sie enthalten also alle Zinserwartungen der Märkte und wie sich diese auf die Effektivverzinsung von Anleihen auswirken könnten. Anleger können sehen, welche Erträge sie aus einer Anleihe erhalten. Wir kennen den Kuponsatz, und an den aktuellen Marktpreisen können wir den erwarteten Kapitalgewinn bzw. -verlust ablesen, wenn wir die Anleihe heute zu einem niedrigeren Kurs (einer höheren Rendite) kaufen und später zu einem höheren Kurs (einer niedrigeren Rendite) verkaufen.



Fallbeispiel 1

Annahmen:

Eine 5-jährige Anleihe rentiert mit 0,7%.

Eine 4-jährige Anleihe rentiert mit 0,4%

Szenario:

Wir kaufen heute eine fünfjährige Anleihe und halten sie ein Jahr lang. Nach einem Jahr ist sie zur 4-jährigen Anleihe geworden, denn ihre Restlaufzeit beträgt jetzt 4 Jahre.

Unter der Annahme, dass die Zinsen gleichbleiben, würde unsere jetzt 4-jährige Anleihe einen Effektivzins von 0,7% abwerfen, während andere gleichwertige 4-jährige Anleihen nur 0,4% bieten.

Der Markt wird die Anleihe daher höher bewerten, sodass der Preis steigt und der Effektivzins der Anleihe im Laufe des Jahres allmählich auf 0,4% sinkt. Unser Kapitalgewinn beträgt dadurch rund 1,2% ($=0,3\% \times 4$ Jahre).

Für Anleger äußerst praktisch: Man konnte den erwarteten Kapitalgewinn ablesen, als man vor einem Jahr die fünfjährige Anleihe gekauft hat, denn vierjährige Anleihen warfen zu dem Zeitpunkt 0,4% ab. Anders ausgedrückt:

Die Zinsstrukturkurve enthielt Informationen über erwartete Renditen. Bei einer inversen Zinsstrukturkurve, wenn also zum Beispiel die fünfjährige Anleihe mit 0,7% und die vierjährige mit 0,9% rentiert, wäre die fünfjährige Anleihe dagegen nach einem Jahr wahrscheinlich weniger wert. Man würde also einen Kapitalverlust erleiden. Insofern sind bei inversen Zinsstrukturkurven kurze Laufzeiten zu empfehlen.

Fallbeispiel 2

Annahmen:

Eine 5-jährige Anleihe rentiert mit -0,2%.

Eine 4-jährige Anleihe rentiert mit -0,5%

Szenario:

Wir kaufen die fünfjährige Anleihe und halten sie ein Jahr lang. Nach einem Jahr ist sie zu einer vierjährigen Anleihe geworden, denn die Restlaufzeit beträgt jetzt vier Jahre.

Unter der Annahme, dass die Zinsen gleichbleiben, würde unsere jetzt vierjährige Anleihe einen Effektivzins von -0,2% abwerfen, während andere gleichwertige vierjährige Anleihen nur -0,5% bieten.

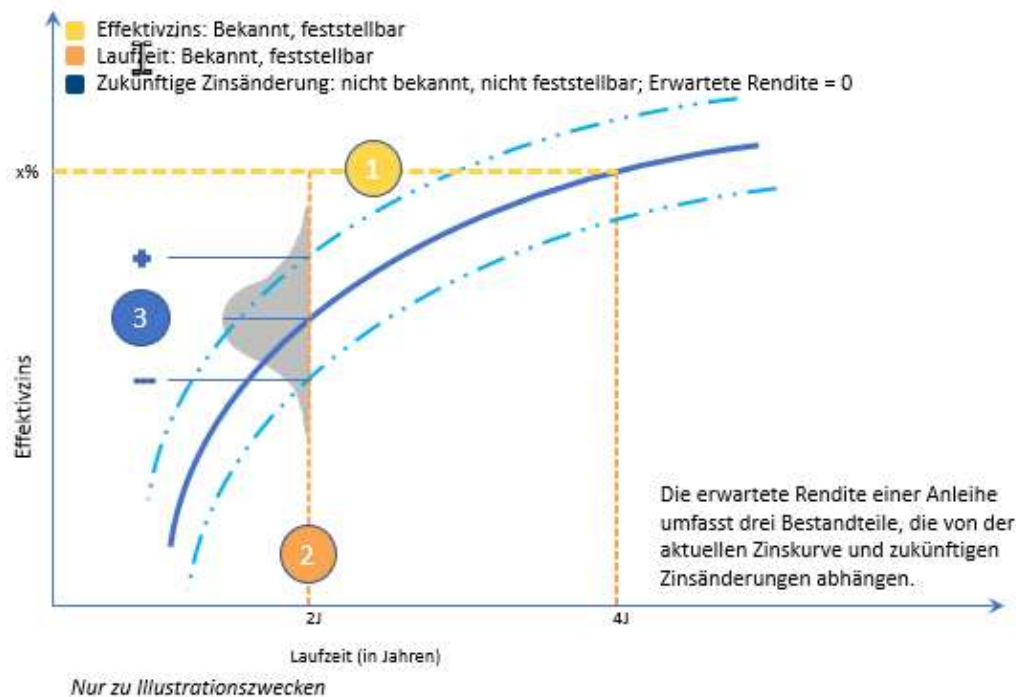
Der Markt wird die Anleihe daher höher bewerten, sodass der Preis steigt. Unser Kapitalgewinn beträgt dadurch rund 1,2% ($0,3\% \times 4$ Jahre).

Obwohl eine Anleihe mit einem negativen Effektivzins von -0,2% gekauft wurde, konnte man über die Haltedauer eine Gesamttrendite von ca. 1,0% (1,2% Kapitalgewinn abzgl. 0,2% Effektivverzinsung) erwarten.

Mechanik Fortsetzung

Wir wissen aber auch, dass sich Effektivzinsen aus verschiedenen Gründen ändern können. Wenn die Zinsen steigen, kann es sein, dass der Effektivzins Ihrer Anleihe am Ende der Haltedauer nicht mehr so attraktiv und der Preis der Anleihe gefallen ist und umgekehrt.

Derartige Kursbewegungen lassen sich nicht zuverlässig vorhersagen, da sich die Informationen darüber, wie der Markt die Zinssätze festlegt, ständig ändern.

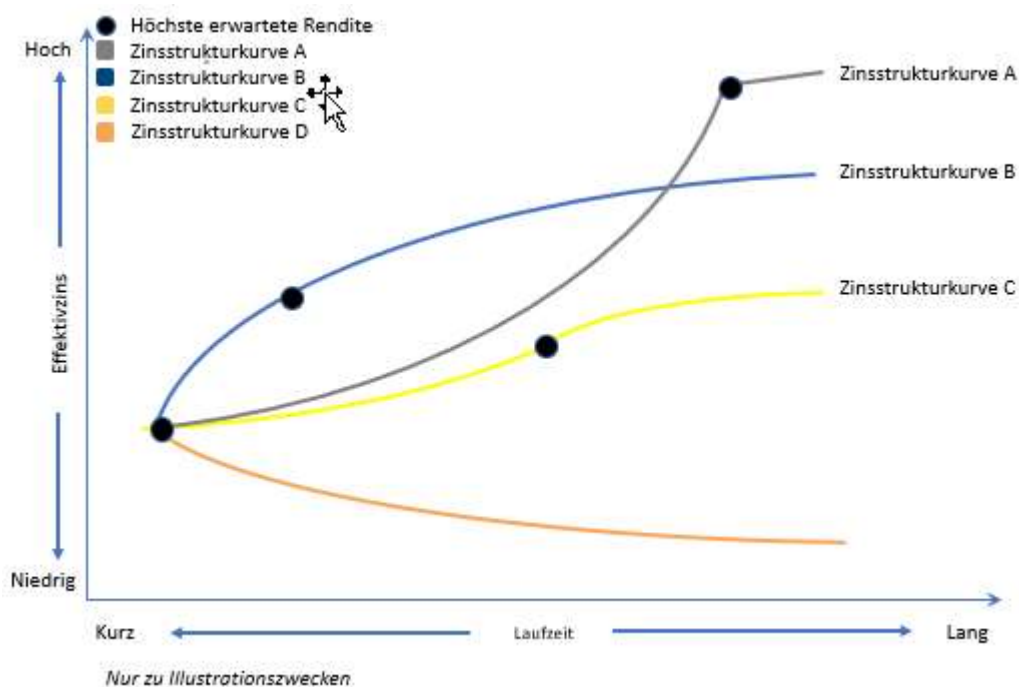


Umgang mit steigenden Zinsen

Vielleicht sind Sie an dieser Stelle unsicher, wie sich steigende Zinsen auf ihr Anleiheportfolio auswirken könnten. Folgende Überlegungen können helfen:

- > Ein Anstieg der kurzfristigen Zinssätze bedeutet nicht zwangsläufig, dass sich Anleihemärkte unterdurchschnittlich entwickeln. In der Tat kann man in der Geschichte der Anleihemärkte kein einheitliches Muster erkennen. In einigen Fällen haben steigende Zinsen längerfristige Anleihen belastet, in anderen Fällen nicht (s. *Bonds and Rising Interest Rates*“. Dr. Steve Garth, Dezember 2015).
- > Die Preisfindung ist zukunftsorientiert. In den Terminzinsen, den ersten beiden oben beschriebenen Elementen, sind die Inflations- und Zinserwartungen bereits eingepreist. Verändern sich diese Erwartungen, bewegen sich auch die Preise. Wie wir bereits gesehen haben, lassen sich zukünftige Veränderungen der Zinssätze nicht zuverlässig vorhersagen.
- > Aus den aktuellen Kursen können Informationen über zwei der drei Renditekomponenten abgeleitet werden und anhand dieser Daten können Anlageentscheidungen getroffen werden, und zwar ohne Prognosen zu erstellen.
- > Die Zinsen sind nicht in allen Anleihemärkten auf der Welt gleich. Fondsmanager können bei einem globalen Ansatz aus vielen Zinsstrukturkurven auswählen, die sich unterschiedlich entwickeln und unterschiedliche Renditeerwartungen bieten. Durch globale Diversifizierung erschließen sich also mehr Möglichkeiten.

Die schwarzen Punkte auf der nachfolgenden Abbildung zeigen, dass die höchste erwartete Rendite für jeden Währungsbereich bei einer anderen Laufzeit erzielt wird.



Ziele ausschlaggebend

Entscheidend ist letztlich, warum Sie in Anleihen investieren. Geht es vor allem um Kapitalerhalt, sind risikoarme kurzfristige Anleihen vielleicht die richtige Wahl.

Wer dagegen für höhere erwartete Renditen mehr Volatilität in Kauf nehmen kann, könnte auch in Anleihen mit höheren Laufzeit- und/oder Bonitätsprämien investieren.

Wenn Sie also eine möglichst hohe Gesamrendite anstreben, ist ein Portfolio mit höherer Duration (lange Anleihelaufzeiten) wahrscheinlich sinnvoll. Eine einfache Festgeldanlage bei einer einzigen Bank bietet dagegen nur laufende Erträge ohne Kapitalwachstum und ist daher womöglich nicht mit Ihren Anlagezielen vereinbar.

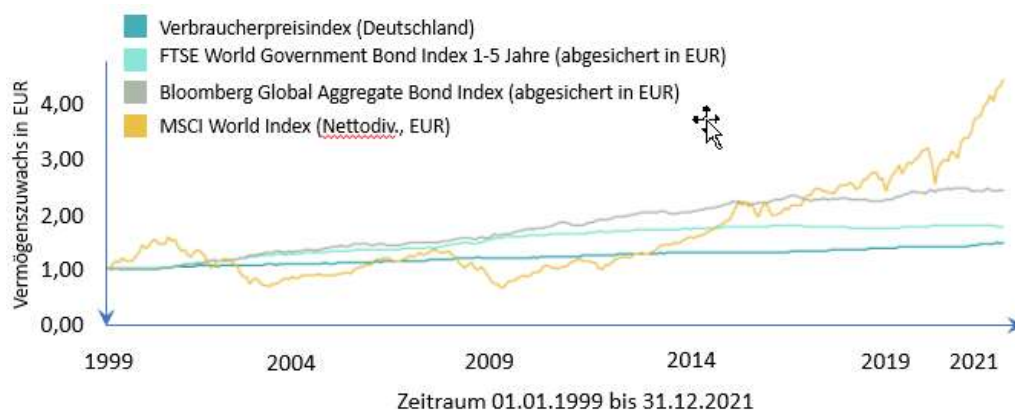
Wenn Sie aber nur Kapitalerhalt anstreben, sind Termineinlagen (bei Banken) im Vergleich zu einem diversifizierten Portfolio kurzfristiger Anleihen mit zusätzlichen Risiken behaftet:

- > Termineinlagen sind mit dem Kreditrisiko einer einzelnen Bank behaftet.
- > Sie sind weniger liquide als eine globale Anleihestrategie.
- > Bei einer Verlängerung der Einlagen nach Ende der Laufzeit müssen Kunden unter Umständen deutlich niedrigere Zinsen akzeptieren.
- > Opportunitätskosten: Anleihen bieten höhere erwartete Renditen als Festgeld.

Langfristig konnten Anleger höhere Renditen durch Laufzeit- und Bonitätsprämien abschöpfen, mussten dafür jedoch auch höhere Volatilität in Kauf nehmen.

Ist höhere Volatilität mit Ihrem Risikoprofil unvereinbar, sind unter Umständen risikoarme Anleihen mit kurzer Laufzeit eine sinnvolle Alternative.

In der nächsten Abbildung sehen Sie wie sich 1 Euro, der 1999 investiert wurde über die Jahre bis zum 31.12.2021 in den verschiedenen Anlageklassen entwickelt hätte.



Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. In EUR. Deutscher Verbraucherpreisindex von der Deutschen Bundesbank. FTSE Fixed Income Indizes © 2022 von FTSE. Fixed Income LLC. Alle Rechte vorbehalten. Bloomberg-Daten von Bloomberg. MSCI-Daten © MSCI 2022, alle Rechte vorbehalten. Anleger können nicht direkt in einen Index investieren. Die Wertentwicklung dieser Indizes zeigt nicht die mit der Verwaltung eines tatsächlichen Portfolios verbundenen Kosten an.

Zusammenfassung

Die wichtigsten Punkte finden Sie hier aufgelistet:

- > Ihre Anleihe-Strategie sollte auf Ihrer Zielsetzung basieren.
- > Anleihen eignen sich, aufgrund Ihrer im Vergleich zu Aktien geringeren Volatilität gut als defensiver Teil eines gemischten Portfolios.
- > Die berechenbaren Ertragsquellen sind Laufzeitprämie und Effektivzins, weil beide bekannt sind. Die zukünftige Zinsentwicklung ist unbekannt, hat aber langfristig einen Erwartungswert von null.
- > In einem Umfeld steigender Zinsen fallen die Kurse. Ist der Zinssatz nach einem Kursrückgang wieder stabil oder fällt sogar, sind die Erträge höher als vor Beginn des Kursrückgangs.
- > Je länger die Laufzeit, desto höher die Laufzeitprämie und desto länger die Duration (Im Fall einer inversen Zinsstruktur ist das umgekehrt. Bei inverser Zinsstruktur gibt es keinen logischen Grund in langen Laufzeiten investiert zu sein).
- > Je länger die Laufzeit, desto höher ist das Kursverlustrisiko in einem Umfeld steigender Zinsen
- > Je länger die Laufzeit, desto höher ist die Chance auf Kursgewinne in einem Umfeld fallender Zinsen
- > In einem Umfeld steigender Zinsen kann es sinnvoll sein Anleihen mit kurzer Laufzeit zu wählen.
- > Ein globaler Ansatz (währungsgesichert) hilft, die Vorteile verschiedener Zinsstrukturkurven unterschiedlicher Währungsräume zu nutzen. Je steiler die Zinsstrukturkurve eines Währungsraums, desto höher ist der erwartete Kapitalgewinn.

Quellen: Eigene Berechnungen; Dimensional Research, „Leitfaden Zinsen und Anleihen“ vom 28. März 2022; „Bonds and Rising Interest Rates“, Dr. Steve Garth, Dimensional, Dezember 2015.