

Zinsstrukturkurve abgeflacht

## Laufzeitarbitrage nicht vorteilhaft

Noch vor wenigen Monaten konnte man am deutschen Kapitalmarkt ein großes Renditegefälle zwischen lang- und kurzlaufenden Rententiteln beobachten. Für die ANLAGEPRAXIS analysieren Diplom-Kaufmann Thomas Weber und Diplom-Kaufmann Hartmut Walz den Markt und erläuterten mit der Strategie des „Ritts auf der Zinsstrukturkurve“ eine Vorgehensweise zur Erzielung lukrativer Zusatzgewinne durch Ausnutzung des Renditegefälles. Zwischenzeitlich hat sich die Zinsstrukturkurve jedoch erheblich abgeflacht, so daß sich das Chancen-/Risikenverhältnis für die Anleger verschlechterte. Dies haben die Autoren zum Anlaß genommen, die Leser der ANLAGEPRAXIS über die erforderliche Veränderung der Rentenstrategie zu informieren.

Die in ANLAGEPRAXIS 4/1988 vorgestellte Strategie „Ritt auf der Zinsstrukturkurve“ bestand darin, nur kurzfristig zur Verfügung stehende Mittel in langfristigen festverzinslichen Rententiteln anzulegen, anstatt eine fristenkongruente, kurzfristige und damit zwangsläufig schlechterverzinsliche Investition (zum Beispiel eine Termingeldanlage) durchzuführen. Mit dieser Vorgehensweise läßt sich die nahezu immer positive Zinsstruktur, das heißt die Tatsache, daß längerlaufende Rententitel höher rentieren als kurzlaufende, ausnutzen.

### Gute Verzinsung bei normaler Zinsstruktur

Ausgehend von einer solchen positiven (man sagt auch „normalen“) Zinsstrukturkurve kann der Anleger aus zwei Gründen auf eine Besserverzinsung seines Engagements hoffen:

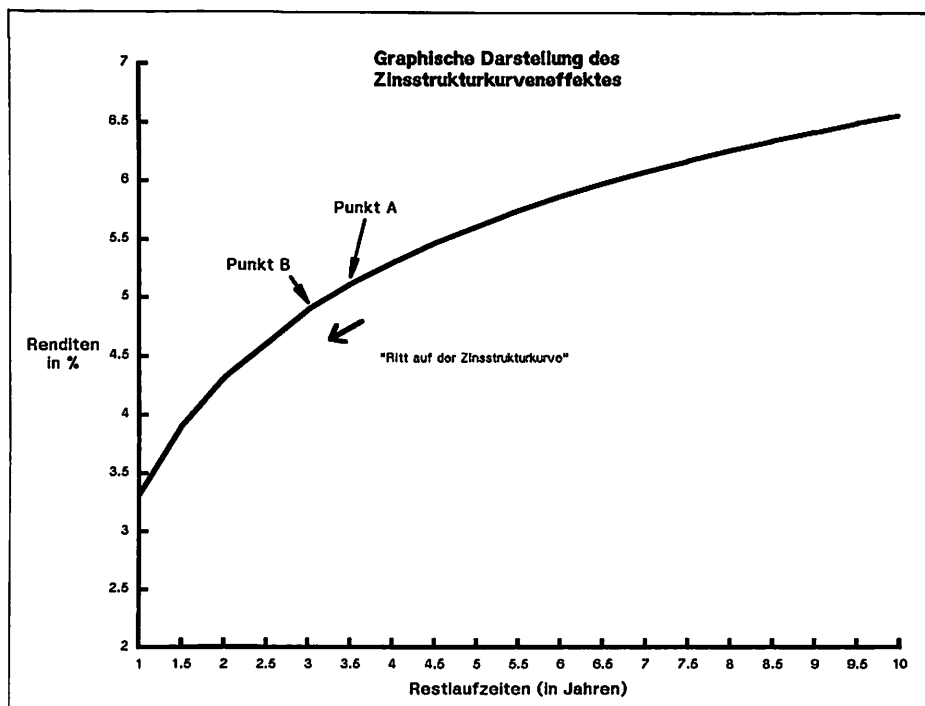
1. Er erzielt eine positive Renditedifferenz bei den laufenden Zinsen aufgrund der höheren Verzinsung längerlaufender Titel.
2. Ausgehend von einem konstanten Zinsniveau entstehen beim Verkauf des längerlaufenden Titels am Sekundärmarkt Kursgewinne. Diese lassen sich aus der Tatsache erklären, daß

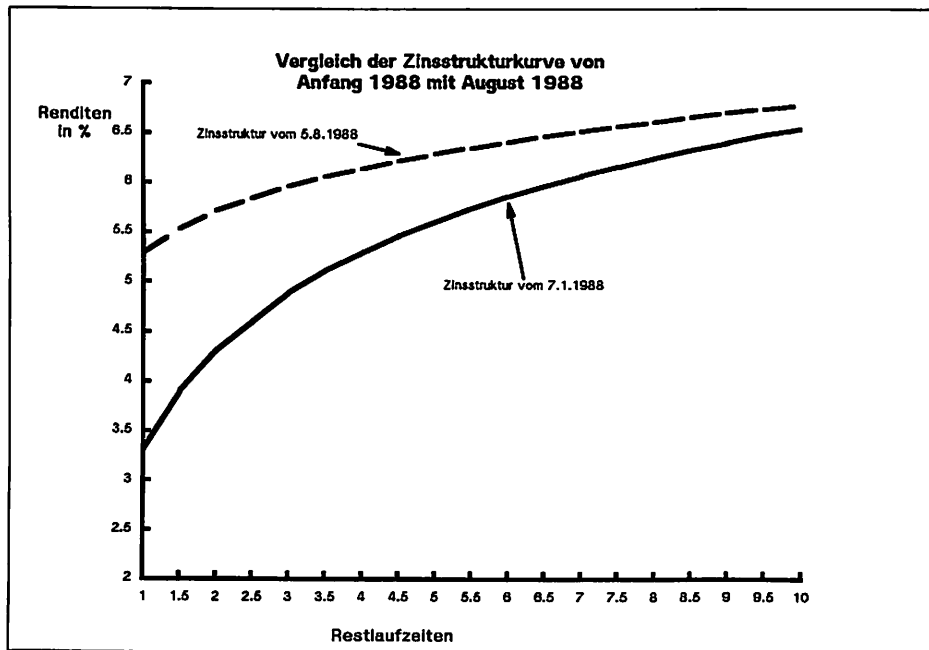
Restlaufzeit abschwächt, ergibt sich – unveränderte Zinssätze vorausgesetzt – durch die Reduktion der Restlaufzeit in Höhe der Anlagedauer regelmäßig ein Kurszuwachs. Abbildung I verdeutlicht diesen Zusammenhang graphisch.

### Hemmende Einflüsse

Wie in ANLAGEPRAXIS 4/1988 ausführlich beschrieben, gibt es zwei hemmende Faktoren bei der Ausnutzung des Zinsstrukturkurveneffektes durch Laufzeitarbitrage, nämlich Spesen beim An- und Verkauf der Wertpapiere (in diesem Punkt genießen institutionelle Anleger eindeutig Vorteile) sowie die Gefahr von Renditesteigerungen am Kapitalmarkt während der Anlagedauer, wodurch zinsinduzierte Kursverluste bei Verkauf der Titel am Sekundärmarkt drohen.

die Restlaufzeit des zu veräußernden Titels um die Dauer des Anlagezeitraums gesunken ist, während die Nominalverzinsung konstant blieb. Da sich bei einer positiven Renditestrukturkurve die Verzinsungserwartung des Kapitalmarktes mit abnehmender



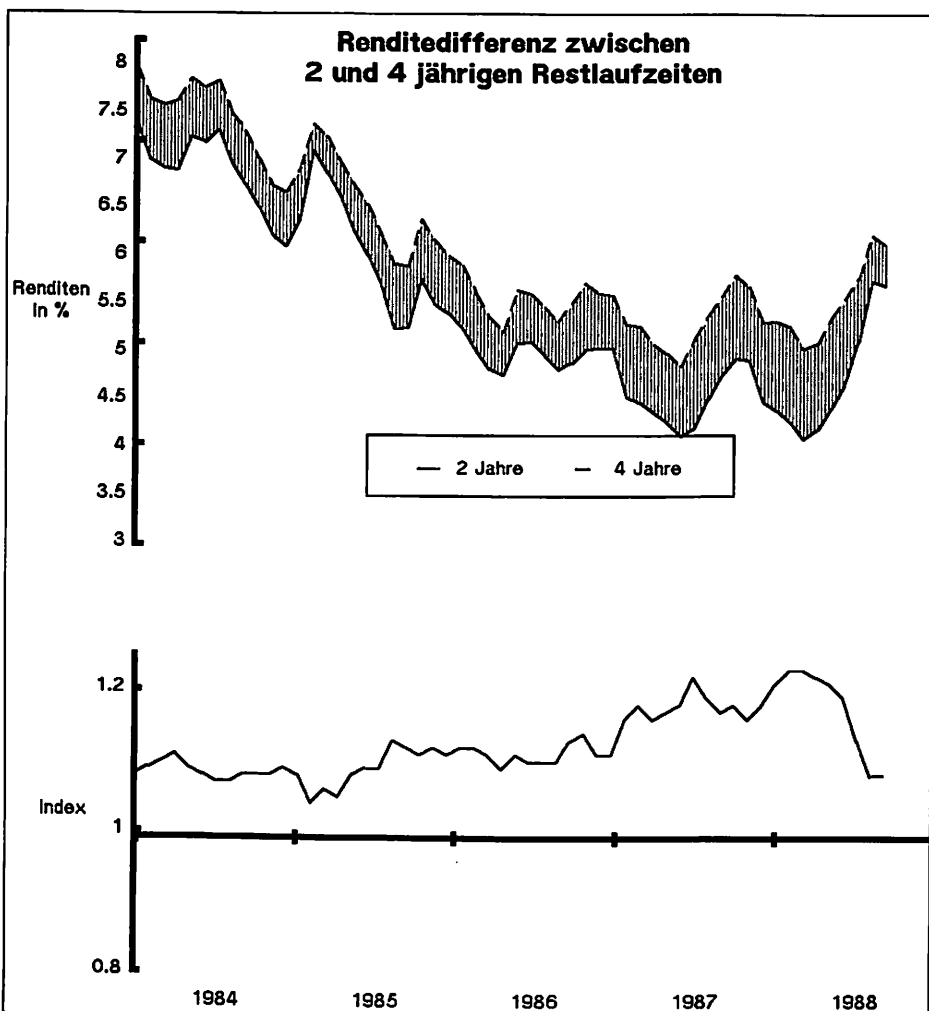


Während Spesenbelastungen zu einer fest kalkulierbaren Schmälerung des durch Laufzeitarbitrage erzielbaren Gewinns führen, besteht hinsichtlich der Zinsentwicklung am Kapitalmarkt Unsicherheit. Durch die Ermittlung von „kritischen Zinssätzen“ (Break-Even-Raten) läßt sich jedoch exakt feststellen, bis zu welcher Renditesteigerung am Kapitalmarkt der „Ritt auf der Zinsstrukturkurve“ Zusatzgewinne bringt. Insbesondere eine steile Renditestrukturkurve der beiden Hemmnisse Aussicht auf den Erfolg von Laufzeitarbitrage.

## Starke Veränderungen am Kapitalmarkt

Ein Blick auf die aktuelle Zinsstrukturkurve im Vergleich zur Situation zu Beginn dieses Jahres (vgl. Abbildung II) macht jedoch deutlich, daß die erzielbare Mehrverzinsung sowie der zu erwartende Kursgewinn beim Übergang von kürzeren zu längeren Laufzeiten aufgrund eines außerordentlich flachen Verlaufs recht gering ist.

Interessant ist in diesem Zusammenhang insbesondere die Tatsache, daß sich die Abflachung der Kurve nicht durch eine Renditesenkung am langen Ende sondern eine Renditesteigerung am kurzen Ende, vollzogen hat. Wie stark sich der deutsche Kapitalmarkt verändert, zeigt beispielsweise das Verhältnis der Renditen von zehnjährigen zu einjährigen Anleihen öffentlicher Schuldner. Während sich zum Jahresende 1987 noch ein Renditeverhältnis von 1,71 zu 1 ergab, rentierten im August 1988 die zehnjährigen Titel nur noch um den Faktor 1,24 besser als entsprechende einjährige Wertpapiere.<sup>1</sup>



## Mit Arbitrage jetzt nur geringe Effekte

Da der „Ritt auf der Zinsstrukturkurve“ im kurzfristigen Bereich der Zinsstrukturkurve vom Chancen/Risikenverhältnis regelmäßig am interessantesten ist<sup>2</sup>, wurde in einer eigenen Berechnung ein Index gebildet, aus welchem das Renditeverhältnis von vier- zu zweijährigen Bundesanleihen abgelesen werden kann. Hierbei steht ein hoher Indexstand für einen steilen, ein niedriger Indexstand für einen fla-

# Internationale Geldgeschäfte dank Computerhilfe problemlos und schnell

Sind für Sie Devisenkurse so wichtig wie für andere der tägliche Wetterbericht? Gehören Begriffe wie Devisentermingeschäfte, Hedging oder Volatilität zu Ihrem Job? Haben Sie schon einmal vom „Black-Scholes-Verfahren“ gehört?

Wenn ja, dann sind Sie Profi. Dann wissen Sie aber auch um den gewaltigen Rechenaufwand, Prognosen im internationalen Geldgeschäft mit verschiedenen Varianten abzusichern! Das geht jetzt um ein Vielfaches leichter! Dr. Walter Ochynski, selbst Finanzmanager in einem internationalen Konzern, hat alle wichtigen Berechnungsmethoden in diesem Geschäft in seinem Buch



Ochynski  
**Internationales  
Cash-Management auf  
dem IBM PC mit  
Lotus 1-2-3**  
1986, 177 S., DM 68,-

„Internationales Cash Management mit Lotus 1-2-3“ übersichtlich erläutert und mit einem Programm (für IBM PC) ergänzt. Verblüffend, wie einfach, sicher und schnell sich nun Probleme lösen!

Prüfen Sie selbst: Kaufen Sie sich das Buch, lesen Sie sich ein und testen Sie die für die vollständige Programmierung beiliegende Demo-Diskette (Bestellkarte im Buch).

## GABLER

Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH  
Taanusstraße 54, 6200 Wiesbaden

Zu beziehen über den Buchhandel oder beim Verlag Dr. Th. Gabler, Taanusstr. 54, 6200 Wiesbaden. Änderungen vorbehalten.

**Ja,** ich bestelle hiermit zur Lieferung gegen Rechnung

\_\_\_\_\_ **Ex. Internationales Cash-Management  
auf dem IBM PC mit Lotus 1-2-3**  
1986, 177 S., DM 68,-

Name \_\_\_\_\_

Straße \_\_\_\_\_

PLZ/Ort \_\_\_\_\_

Datum/Unterschrift \_\_\_\_\_

AP 10/88



chen Verlauf im relevanten Bereich der Zinsstrukturkurve zwischen zwei und vier Jahren. Die Attraktivität einer Laufzeitarbitrage wächst also, wie man sieht, mit steigendem Index.

Abbildung III zeigt die Entwicklung der Renditedifferenz sowie den Verlauf des Index seit 1984, wobei die enorme Abflachung seit Ende 1987 auffällt.

Nach Abzug etwaiger Spesenbelastungen ist die zur Zeit durch Nutzung des Zinsstrukturkurveneffektes erzielbare Mehrverzinsung sehr unbefriedigend und wird bei weiteren Renditesteigerungen am Kapitalmarkt durch zinsinduzierte Kursverluste schnell aufgezehrt. Mit anderen Worten: Die Break-Even-Raten, welche das Zinssteigerungspotential des Kapitalmarktes beschreiben, für welches die Strategie eines „Rittes auf der Zinsstrukturkurve“ noch lukrativ ist, liegen aufgrund des flachen Verlaufs sehr dicht über der aktuellen Zinsstrukturkurve. Die Durchführung von Laufzeitarbitrage erscheint daher zur Zeit wenig lukrativ.

## Zinseinschätzung bleibt weiter Hauptproblem

Eine Anlage von nur kurzfristig zur Verfügung stehenden Mitteln in längerlaufende Titel kann daher nur denjenigen Investoren empfohlen werden, die von einer Renditesenkung am kurzen Laufzeitenende der Renditestrukturkurve überzeugt sind. Eine solche Entwicklung halten Marktbeobachter jedoch vor dem Hintergrund eines überraschend starken Dollars und hierdurch ausgelöster Maßnahmen der Deutschen Bundesbank kaum für wahrscheinlich.

Freilich hatten sich die Marktbeobachter bereits zu Beginn des Jahres geirrt, als sie überwiegend prognostizierten, die steile DM-Zinsstrukturkurve sei keine temporäre, sondern eine eher dauerhafte Erscheinung. Die Problematik einer verlässlichen Zinsprognose ist und bleibt somit der kritische Punkt bei der Durchführung der Laufzeitarbitrage.

<sup>1</sup>Die Daten der Renditeverhältnisse wurden aus der von der Deutschen Bank herausgegebenen Publikation „Börsenbild und Anlagespiegel“, Hefte 6/1988 und 8/88, entnommen.

<sup>2</sup>Zur Begründung vgl. den Beitrag „Break-Even-Yield-Analyse“ in ANLAGEPRAXIS 4/1988, S. 13-17, hier: S. 17.