KEPLER FONDS

Wie reitet man auf der Zinskurve?

Ridin‘ the Yield Curve in Theorie und Praxis

Kurt Eichhorn

HINWEISE

KEPLER FONDS

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine **Marketingmitteilung**, die von der KEPLER-FONDS Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. (KEPLER-FONDS KAG), 4020 Linz, Österreich erstellt wurde. Es stellt keine persönliche Empfehlung oder Anlageberatung dar und ersetzt nicht die persönliche Beratung und Risikoaufklärung durch Ihren Anlageberater.

Bitte beachten Sie die Hinweise auf der letzten Seite.

Alle Kurs- und Renditeangaben sind freibleibend und indikativ.

REFERENT

KEPLER FONDS

Kurt Eichhorn

Leiter Portfoliomanagement Anleihen

+43 732 6596 25310
eichhorn@kepler.at

KEPLER-FONDS KAG
Europaplatz 1a | 4020 Linz
+43 732 6596 - 25314
Internet: www.kepler.at

KEPLER FONDS

AGENDA

1 Begriffe

2 Die Grundidee

3 Was bedeutet eigentlich die Rendite einer Anleihe genau?

4 Umsetzung in der Praxis

5 Conclusio

6 Risikohinweis & Haftungsausschluss

WIE REITET MAN AUF DER RENDITEKURVE RICHTIG?

KEPLER FONDS

Begriffe

- „Die Renditekurve reiten“
- „Die Renditekurve runterrutschen“
- „Ridin‘ the Yield Curve“
- Fristentransformation
- Laufzeitarbitrage
- „Roll-Down Returns“

WIE REITET MAN AUF DER RENDITEKURVE RICHTIG?

KEPLER FONDS

Die Grundidee

Ihr Veranlagungshorizont beträgt ein Jahr.

Sie überlegen, entweder

- eine einjährige Anleihe eines Emittenten mit sehr hoher Bonität mit einer Rendite von 2,0 % zu kaufen oder
- alternativ ein zweijähriges Papier desselben Emittenten mit einer Rendite von 2,5 % zu kaufen.

Welche Variante bevorzugen Sie?

Warum?

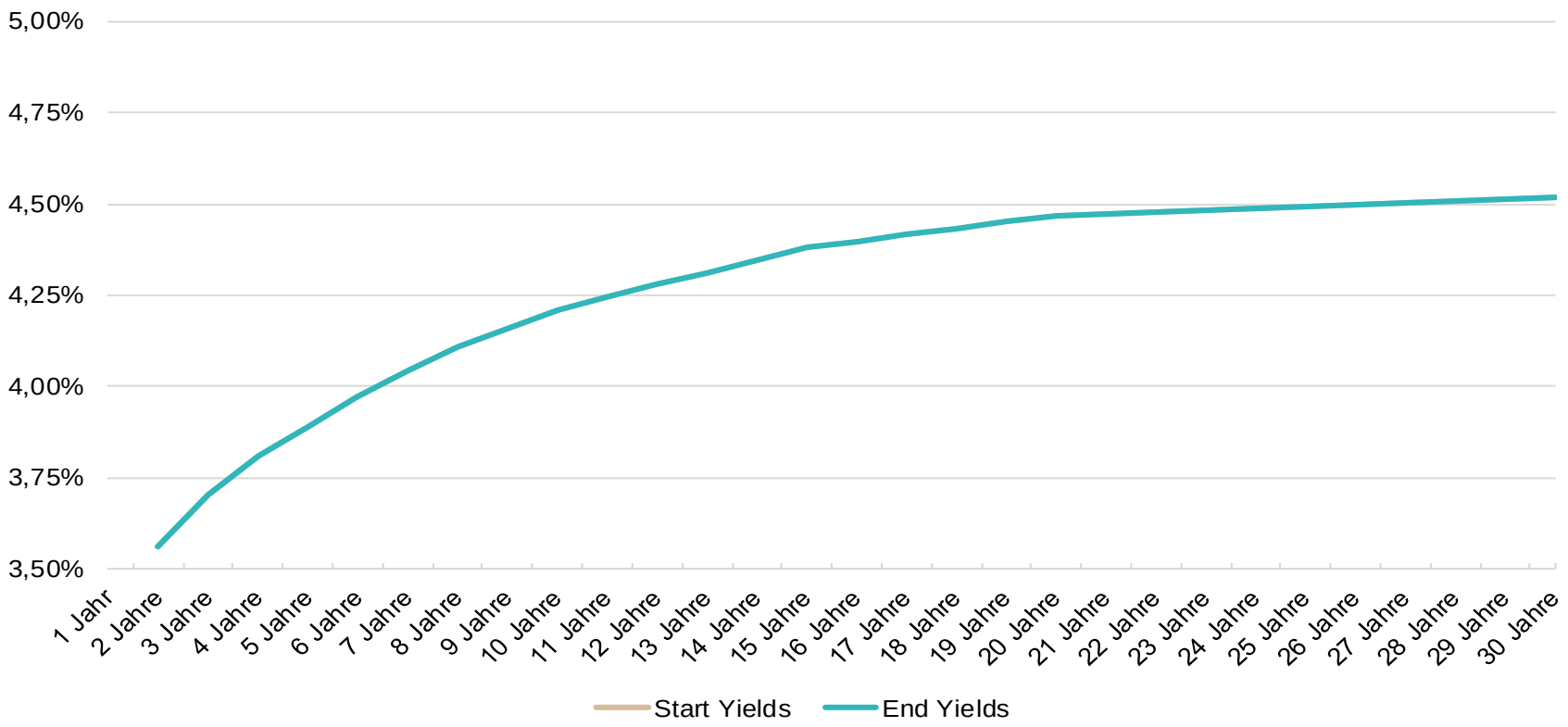
Was sind Ihre Grundannahmen?

Wovon hängt ihr Ergebnis ab?

WIE REITET MAN AUF DER RENDITEKURVE RICHTIG?

KEPLER FONDS

Was bedeutet eigentlich die Rendite einer Anleihe genau?

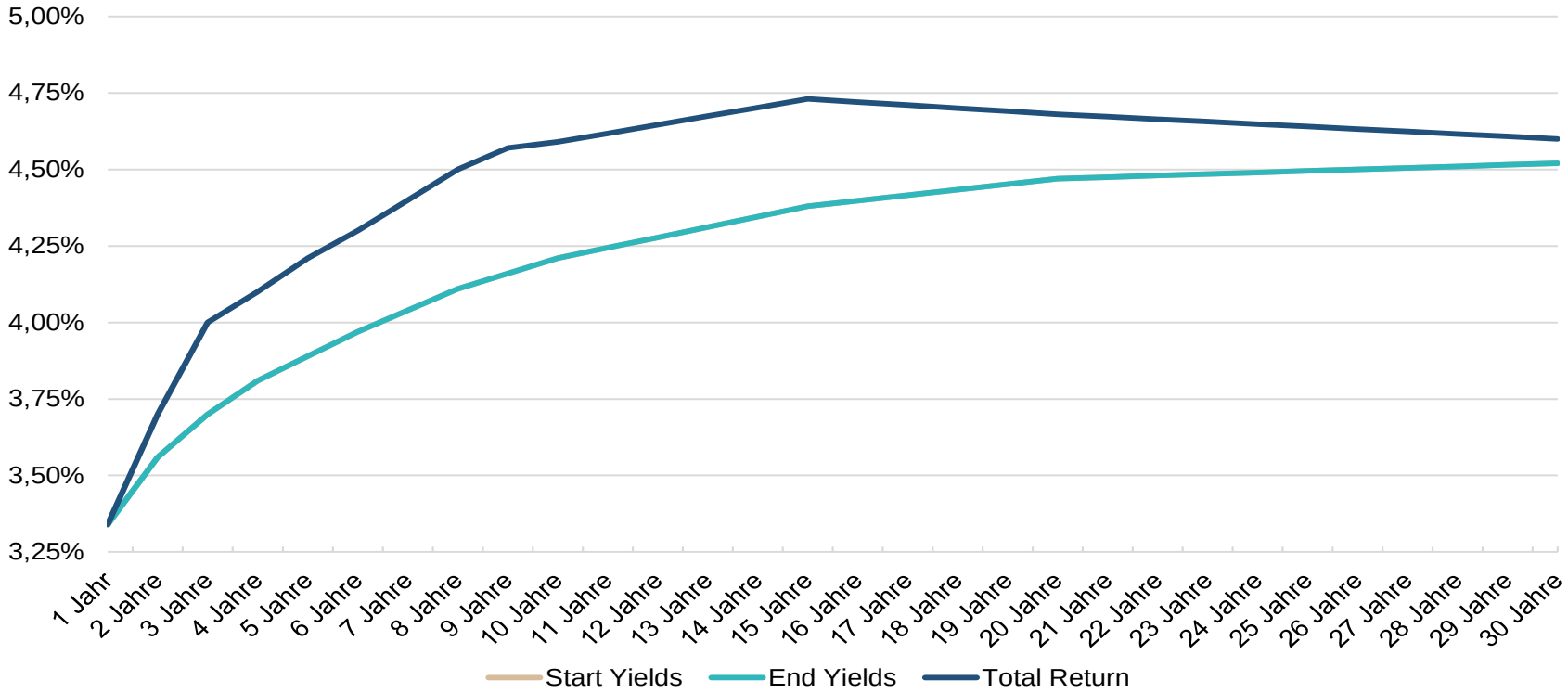


WIE REITET MAN AUF DER RENDITEKURVE RICHTIG?

KEPLER FONDS

Was bedeutet eigentlich die Rendite einer Anleihe genau?

	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	4 Jahre	5 Jahre	6 Jahre	7 Jahre	8 Jahre	9 Jahre	10 Jahre	15 Jahre	20 Jahre	30 Jahre
Start Yields	3,34%	3,56%	3,70%	3,81%	3,89%	3,97%	4,04%	4,11%	4,16%	4,21%	4,38%	4,47%	4,52%
End Yields	3,34%	3,56%	3,70%	3,81%	3,89%	3,97%	4,04%	4,11%	4,16%	4,21%	4,38%	4,47%	4,52%
Total Return	3,34%	3,70%	4,00%	4,10%	4,21%	4,30%	4,40%	4,50%	4,57%	4,59%	4,73%	4,68%	4,60%

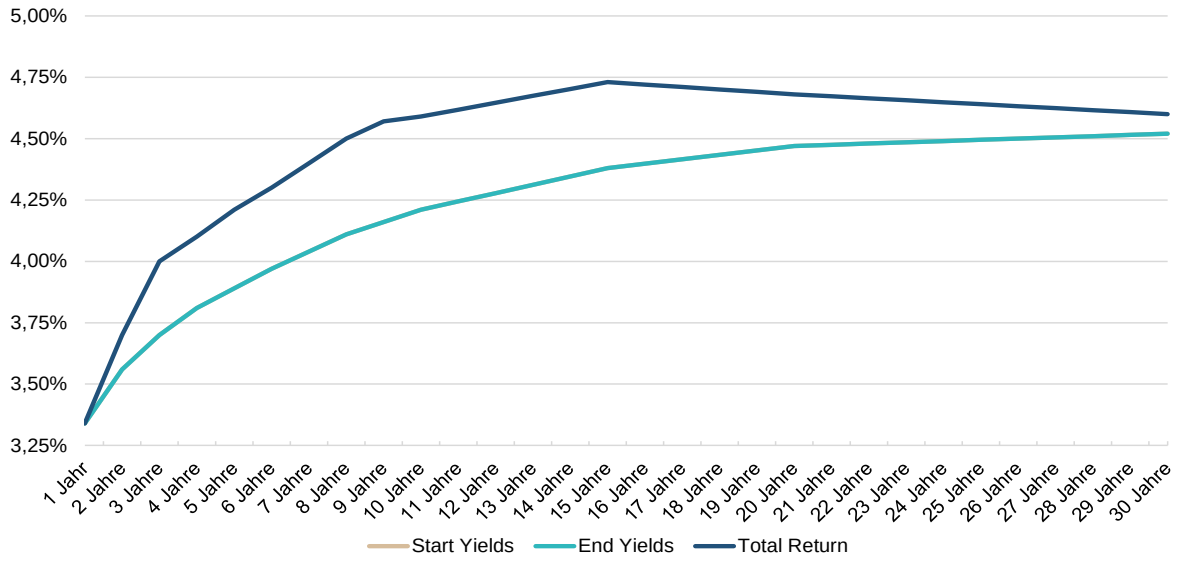


WIE REITET MAN AUF DER RENDITEKURVE RICHTIG?

KEPLER FONDS

Was bedeutet eigentlich die Rendite einer Anleihe genau?

	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	4 Jahre	5 Jahre	6 Jahre	7 Jahre	8 Jahre	9 Jahre	10 Jahre	15 Jahre	20 Jahre	30 Jahre
Start Yields	3,34%	3,56%	3,70%	3,81%	3,89%	3,97%	4,04%	4,11%	4,16%	4,21%	4,38%	4,47%	4,52%
End Yields	3,34%	3,56%	3,70%	3,81%	3,89%	3,97%	4,04%	4,11%	4,16%	4,21%	4,38%	4,47%	4,52%
Total Return	3,34%	3,70%	4,00%	4,10%	4,21%	4,30%	4,40%	4,50%	4,57%	4,59%	4,73%	4,68%	4,60%



- Das Ausmaß des Effektes hängt ab von
  - der Steilheit der Zinskurve
  - der (modified) Duration
  - und der verstrichenen Zeit (hier: ein Jahr)
- Zusatzperformance = Steilheit * mod. Duration
- Annahme: unveränderte Zinskurve

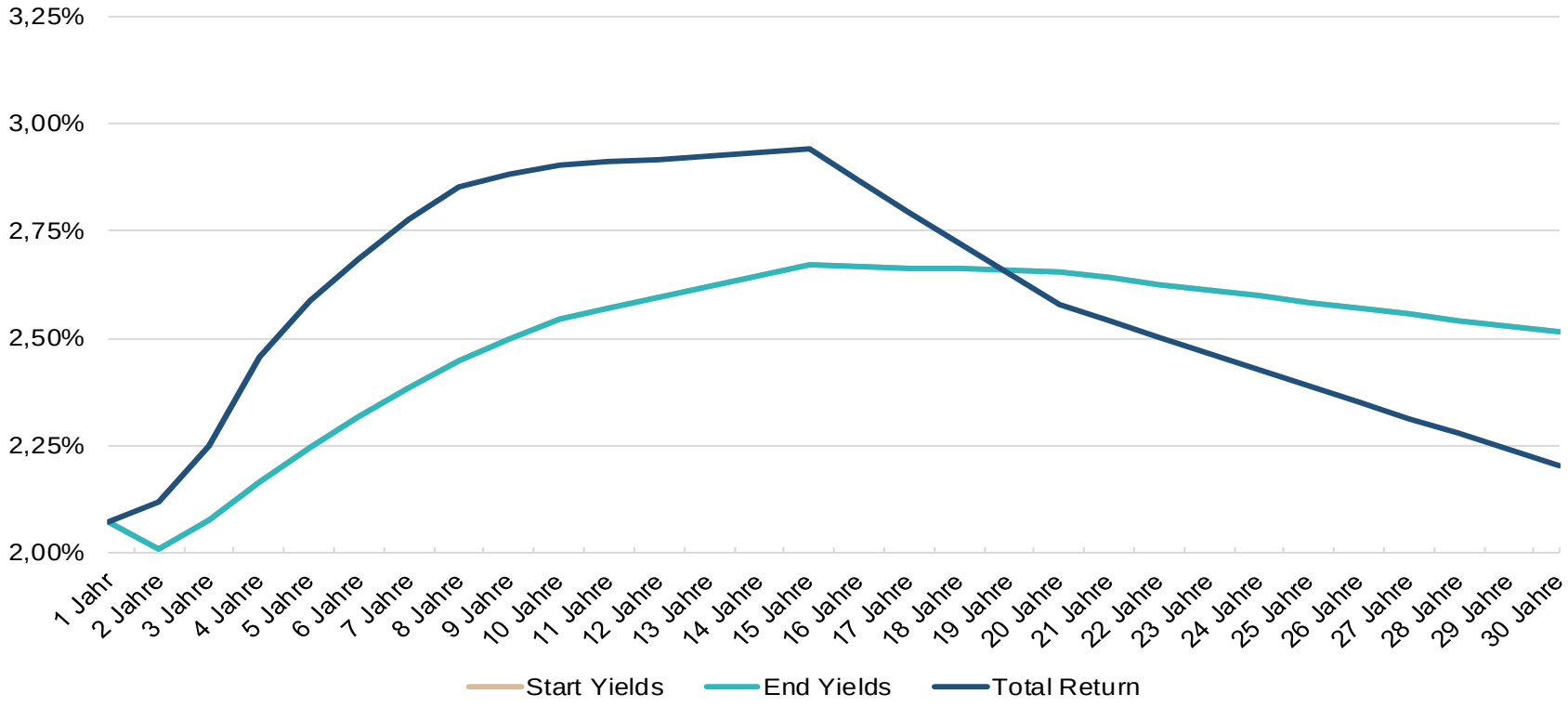
- 10 Jahre unveränderte Zinskurve: jedes Jahr liegt die Performance über der Rendite! Fauler Zauber?
- Auflösung: der Durschnitt der Jahres-performances liegt bei 4,21%, genau der Ausgangsrendite. Aber die Performance kommt nicht gleichmäßig über die Jahre! Mit dem abnehmenden Risiko sinkt auch der Ertrag.

WIE REITET MAN AUF DER RENDITEKURVE RICHTIG?

KEPLER FONDS

Verallgemeinerung (1). Aktuelle Zinskurve: geringe Steilheit; ab 15 Jahre leicht invers

	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	4 Jahre	5 Jahre	6 Jahre	7 Jahre	8 Jahre	9 Jahre	10 Jahre	15 Jahre	20 Jahre	30 Jahre
Start Yields	2,07%	2,01%	2,08%	2,16%	2,24%	2,32%	2,39%	2,45%	2,50%	2,55%	2,67%	2,66%	2,51%
End Yields	2,07%	2,01%	2,08%	2,16%	2,24%	2,32%	2,39%	2,45%	2,50%	2,55%	2,67%	2,66%	2,51%
Total Return	2,07%	2,12%	2,25%	2,46%	2,59%	2,68%	2,78%	2,85%	2,88%	2,90%	2,94%	2,58%	2,20%

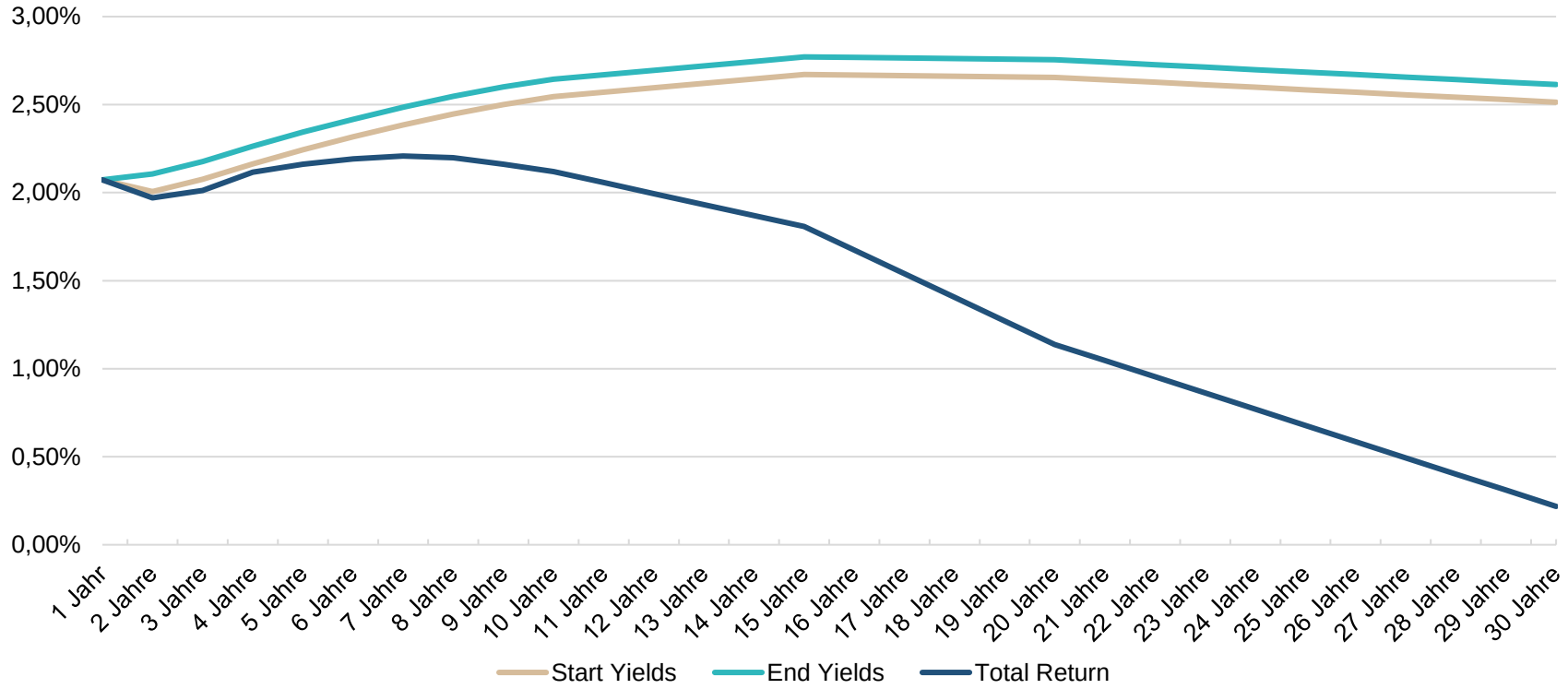


WIE REITET MAN AUF DER RENDITEKURVE RICHTIG?

KEPLER FONDS

Verallgemeinerung (2). Aktuelle Zinskurve, Annahme: Renditen steigen um 10 BP (parallel)

	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	4 Jahre	5 Jahre	6 Jahre	7 Jahre	8 Jahre	9 Jahre	10 Jahre	15 Jahre	20 Jahre	30 Jahre
Start Yields	2,07%	2,01%	2,08%	2,16%	2,24%	2,32%	2,39%	2,45%	2,50%	2,55%	2,67%	2,66%	2,51%
End Yields	2,07%	2,11%	2,18%	2,26%	2,34%	2,42%	2,49%	2,55%	2,60%	2,65%	2,77%	2,76%	2,61%
Total Return	2,07%	1,97%	2,01%	2,12%	2,16%	2,19%	2,21%	2,20%	2,16%	2,12%	1,81%	1,14%	0,22%

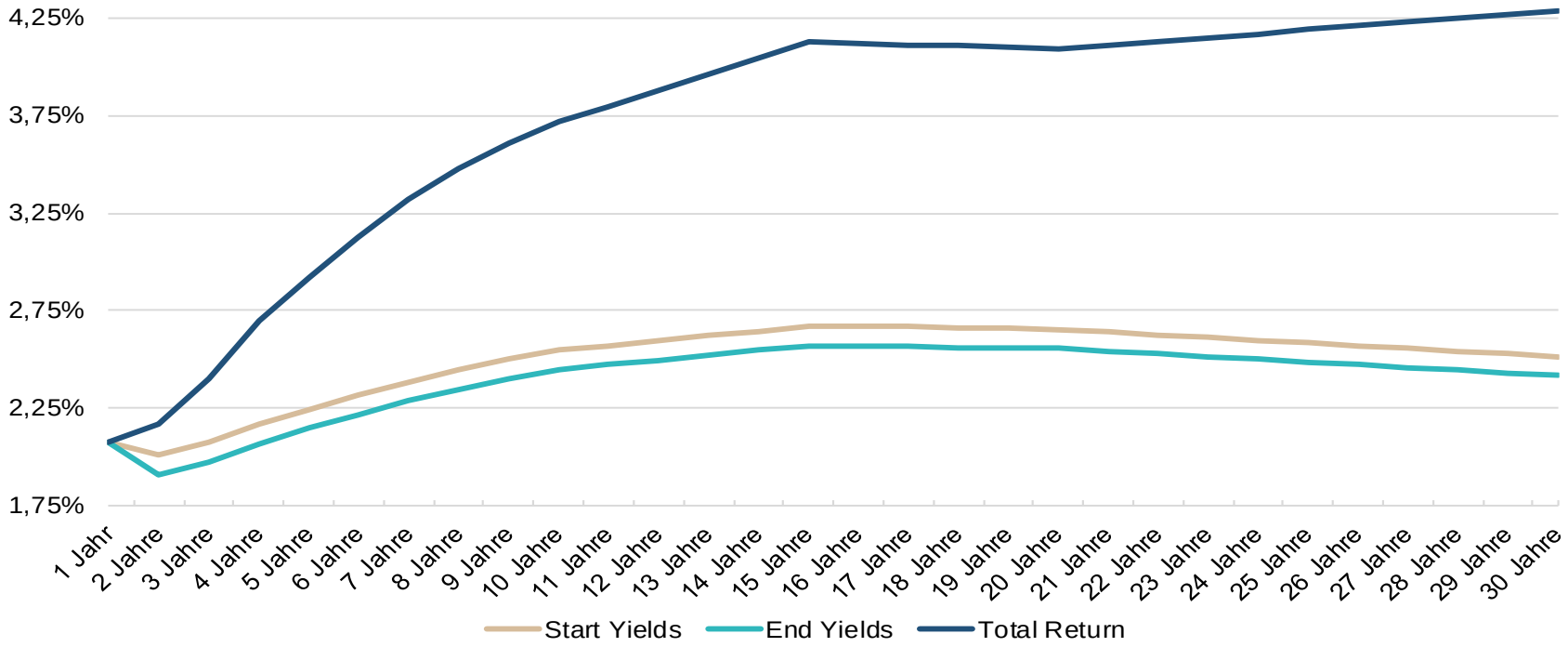


WIE REITET MAN AUF DER RENDITEKURVE RICHTIG?

KEPLER FONDS

Verallgemeinerung (3). Aktuelle Zinskurve, Annahme: Renditen sinken um 10 BP (parallel)

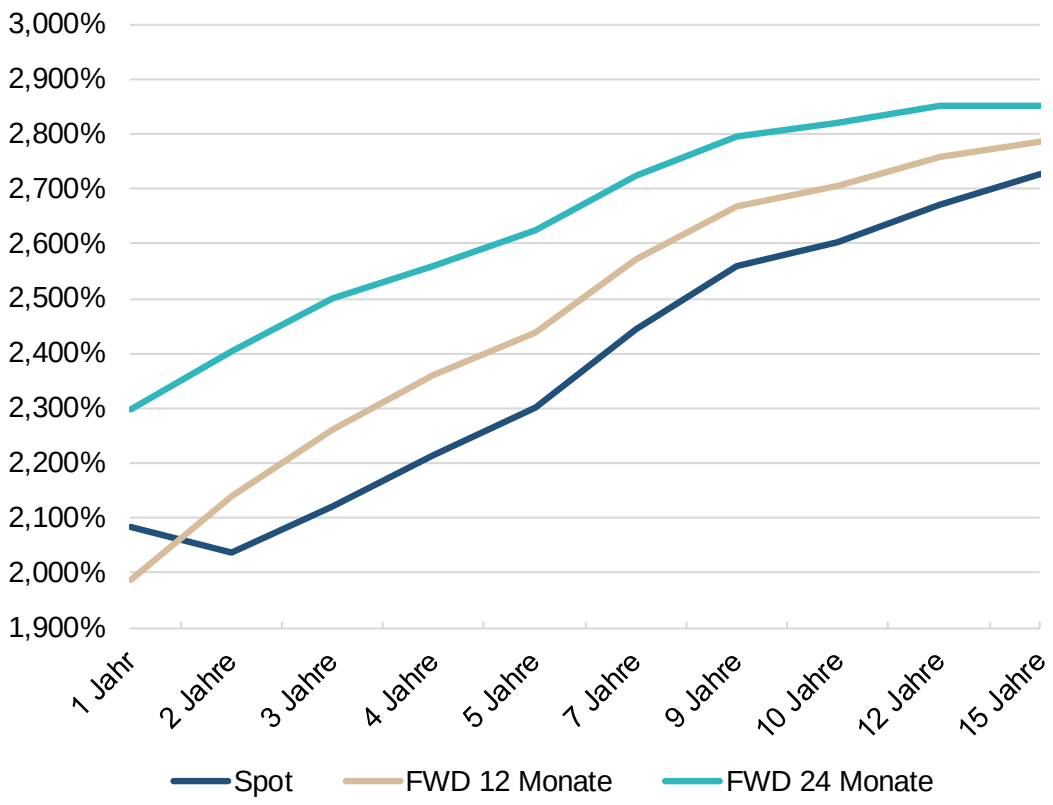
	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	4 Jahre	5 Jahre	6 Jahre	7 Jahre	8 Jahre	9 Jahre	10 Jahre	15 Jahre	20 Jahre	30 Jahre
Start Yields	2,07%	2,01%	2,08%	2,16%	2,24%	2,32%	2,39%	2,45%	2,50%	2,55%	2,67%	2,66%	2,51%
End Yields	2,07%	1,91%	1,98%	2,06%	2,14%	2,22%	2,29%	2,35%	2,40%	2,45%	2,57%	2,56%	2,41%
Total Return	2,07%	2,17%	2,40%	2,69%	2,92%	3,13%	3,32%	3,48%	3,60%	3,72%	4,13%	4,09%	4,29%



WIE REITET MAN AUF DER RENDITEKURVE RICHTIG?

KEPLER FONDS

Das spiegelbildliche Konzept: die Forwardkurven



- Wie sehr müssten Renditen steigen, dass es egal ist, welche Laufzeiten man gewählt hat? (Break-Even-Fragestellung)
- Beispielhorizont 1 Jahr:
  Wenn die Zinskurve in einem Jahr genau den heutigen Ein-Jahres-Forwards entspricht, dann wird die Ein-Jahres-Performance aller Laufzeiten gleich sein – nämlich der direkten Veranlagung auf ein Jahr.

WIE REITET MAN AUF DER RENDITEKURVE RICHTIG?

KEPLER FONDS

Praktische Anwendungen (1): Long Duration is King and Bullet its Queen.

- Weil die Zinskurve im langjährigen Durchschnitt: a) steil und b) konvex (nachlassende Steilheit bei längeren Laufzeiten), werden im Schnitt
  - längere Laufzeiten besser performen als kürzere
  - konzentrierte Portfolios mit mittleren Laufzeiten („Bullet“) besser performen als solche mit gleicher Duration aber gleichmäßiger Verteilung der Laufzeiten oder gar Flügelpositionierungen („Barbell“)

- Langfristig ist der Bereich zwischen 5 und 15 Jahren der mit dem stärksten Rolldown-Effekt

- Aber: ist das nicht schlicht und einfach die zu erwartende Risikoprämie?

WIE REITET MAN AUF DER RENDITEKURVE RICHTIG?

KEPLER FONDS

Praktische Anwendungen (2)

- Zur effizienten Umsetzung von Zinsprognosen sind die genauen Kenntnisse des Rolldown-Effektes auf der Zinskurve erforderlich!

- Im Schnitt richtige Zinsprognosen sind ein sehr rares Gut. Umso tragischer wenn Zinsprognosen gelingen, aber bei der Umsetzung Outperformancechancen vertan werden.

- Beobachtung: Im Schnitt sind Rentenfondsmanager in Relation zu ihren Zinsprognosen zu kurz. Mögliche Gründe:
  a) Behavioral Finance: Verlustaversion
  b) mangelnde Kenntnisse bezüglich Rolldown.

WIE REITET MAN AUF DER RENDITEKURVE RICHTIG?

KEPLER FONDS

Praktische Anwendungen (3): „unbiased“ Ertragserwartungen

Bei steiler und unveränderter Zinskurve und ohne Ausfälle (und vor Kosten) liegen Ertragserwartungen von Rentenportfolios über der Rendite des Portfolios.

Gedankenexperiment:
ansteigende Zinskurve von 0 bis 10 Jahren, die Renditen steigen an von 1% (Geldmarkt) bis 3,0 % für 10-jährige.

Startportfolio: gleichmäßige Verteilung 1 bis 10 Jahre. Portfoliorendite ca. 2,25% (Krümmung der Kurve)

Danach wird jedes Jahr mit dem Geld der tilgenden Anleihe eine 10-jährige Anleihe neu gekauft, immer mit 3% Rendite.

Welchen Ertrag wird das Portfolio langfristig erwirtschaften?

Der Gleichgewichtszustand der Performance muss bei 3% liegen, denn dieser Ertrag wird jährlich „nachgefüllt“

WIE REITET MAN AUF DER RENDITEKURVE RICHTIG?

KEPLER FONDS

Praktische Anwendungen (4): Wie realistisch ist die Annahme einer unveränderten Zinskurve?

- Der vordere Teil der Zinskurve spiegelt meist in erheblichem Ausmaß die Erwartung in die Notenbank wider. Risikoprämien für etwas längere Bindungen sind zwar vorhanden, aber oft sehr gering.
  Hier (nur) auf die Steilheit zu setzen, ist durchaus gefährlich.

- Je länger die Laufzeiten, desto eher spiegeln Renditen Risikoprämien für die höhere kurzfristige Volatilität wider.

- Theoretischer Hintergrund: Die verschiedenen Zinskurvenmodelle widersprechen einander teilweise!

WIE REITET MAN AUF DER RENDITEKURVE RICHTIG?

KEPLER FONDS

Praktische Anwendungen (5): Bindung bei Festgeldern

„Untersuchungen haben ergeben, dass zum Beispiel 95 Prozent der einjährigen Festgelder nach Ablauf wieder auf ein Jahr verlängert werden. Ist das wirklich sinnvoll?“

Das kommt darauf an ;-)

Mit welcher Motivation wurde die einjährige Bindung eingegangen – ausschließlich wegen der skeptischen Zinsmeinung?

WIE REITET MAN AUF DER RENDITEKURVE RICHTIG?

KEPLER FONDS

Praktische Anwendungen (6): Rolldown auf Kreditkurven

Beobachtung: Die Zinskurven für Emittenten mit Bonitätsaufschlag sind meist steiler als die von sehr bonitätsstarken Emittenten.

Nur zum Teil spiegelt dies die langfristig höheren Ausfalls-/Umschuldungswahrscheinlichkeiten wider.

Der Roll-Down-Effekt ist daher zB bei Unternehmensanleihen oft stärker als bei Staatsanleihen oder Pfandbriefen.

Sinngemäß Ähnliches gilt für Anleihen mit Renditeaufschlägen für eingeschränkte Liquidität

Aber: Durch die höheren Bid-Ask-Spreads bei Nicht-Staatsanleihen ist der Realisierung des Roll-Down-Vorteils oft schwierig.

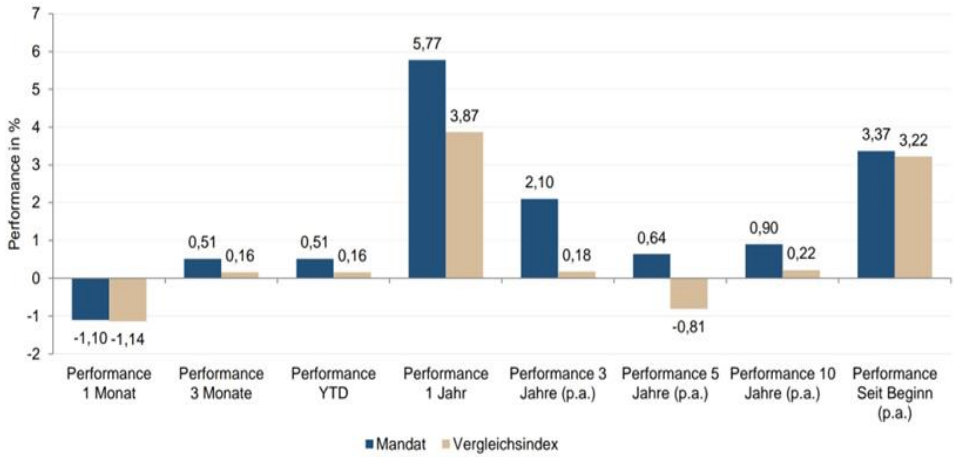
KEPLER EURO PLUS RENTENFONDS

KEPLER FONDS

Portfolioeigenschaften

- Investition in Anleihen internationaler Emittenten (Währungsrisken werden weitgehend abgesichert)
  - Staatsanleihen
  - Bankanleihen
  - High Grade Corporates
  - High Yield Corporates
  - Emerging Markets
- Rating der Anleihen oder deren Emittenten verfügen überwiegend über ein Investment Grade Rating
- Beimischung von Zinsstrukturen und kleinvolumigen Emissionen zur Erzielung von Renditeaufschlägen
- Anlagehorizont mindestens 5 Jahre

Kennzahlen	
Fondsvolumen	352,98 Mio EUR
Rendite im Portfolio *)	4,88%
Zinsduration	6,3 Jahre
Durchschnittsrating	A-



Veranlagungen an den internationalen Geld- und Kapitalmärkten unterliegen marktbedingten Kurschwankungen

WIE REITET MAN AUF DER RENDITEKURVE RICHTIG?

KEPLER FONDS

Conclusio / Thesen

- „Zinskurve reiten“ ist keine aktive Strategie um (risikolos) Mehrperformance zu erzielen, auch die Anleihen im passiven Portfolio profitieren davon.
- Daher ist es auch kein (zusätzliches) Argument für aktives Management – da gibt es andere.
- Sondern „nur“ ein – wichtiges - Handwerkszeug.
- Ohne konkrete Zinsprognose ist das Konzept (fast) wertlos
- Ohne konkrete Zinsprognose bleibt: die risikoärmste Veranlagung ist die fristkonforme!

KEPLER ANSPRECHPARTNER

KEPLER FONDS

Georg Eichelsberger, MBA
Institutionelle Kunden und
Betreuung Vertriebspartner Deutschland

+43 732 6596 25364
georg.eichelsberger@kepler.at

Andreas Berer
Betreuung Vertriebspartner
Österreich und Süddeutschland

+43 732 6596 25380
andreas.berer@kepler.at

KEPLER-FONDS KAG
Europaplatz 1a | 4020 Linz
+43 732 6596 - 25314
Internet: www.kepler.at

RISIKOHINWEISE, HAFTUNGSAUSSCHLUSS

KEPLER FONDS

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine **Marketingmitteilung**, die von der KEPLER-FONDS Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. (KEPLER-FONDS KAG), 4020 Linz, Österreich erstellt wurde. Sie wurde nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Diese Marketingmitteilung stellt weder eine Anlageberatung, eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf noch ein Angebot oder eine Einladung zur Angebotsstellung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Veranlagungen dar. Die enthaltenen Angaben, Analysen und Prognosen basieren auf dem Wissensstand und der Markteinschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung - vorbehaltlich von Änderungen und Ergänzungen. Die KEPLER-FONDS KAG übernimmt keine Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Inhalte und für das Eintreten von Prognosen. Die Inhalte sind unverbindlich. Gleiches gilt für den Inhalt von anderen Websites, auf die mittels Hyperlink verwiesen wird.

Da jede Anlageentscheidung einer individuellen Abstimmung auf die persönlichen Verhältnisse (z.B. Risikobereitschaft) des Anlegers bedarf, ersetzt diese Information nicht die persönliche Beratung und Risikoaufklärung durch den Kundenberater im Rahmen eines Beratungsgesprächs. Es wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass Finanzinstrumente und Veranlagungen mitunter erhebliche Risiken bergen.

Angaben über die Wertentwicklung beziehen sich auf die Vergangenheit und stellen daher keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar. Währungsschwankungen bei Nicht-Euro-Veranlagungen können sich auf die Wertentwicklung ertragserhöhend oder ertragsmindernd auswirken. Aus der Veranlagung können sich steuerliche Verpflichtungen ergeben, die von den jeweiligen persönlichen Verhältnissen des Kunden abhängen und künftigen Änderungen unterworfen sein können. Diese Information kann daher nicht die individuelle Betreuung des Anlegers durch einen Steuerberater ersetzen. Die beschränkte Steuerpflicht in Österreich betreffend Steuerausländer impliziert keine Steuerfreiheit im Wohnsitzstaat. Die Wertentwicklung von Fonds wird entsprechend der OeKB-Methode, basierend auf den veröffentlichten Fondspreisen, ermittelt. Es wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass sich die Zusammensetzung des Fondsvermögens in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Regelungen ändern kann. Im Rahmen der Anlagestrategie von Investmentfonds kann überwiegend in Investmentfonds, Bankeinlagen und Derivate investiert oder die Nachbildung eines Index angestrebt werden. Fonds können erhöhte Wertschwankungen (Volatilität) aufweisen. In durch die FMA bewilligten Fondsbestimmungen können Emittenten angegeben sein, die zu mehr als 35 % im Fondsvermögen gewichtet sein können.

Informationen zu den nachhaltigkeitsrelevanten Aspekten der Fonds gemäß Offenlegungs-VO sind dem jeweils aktuellen Prospekt zu entnehmen. Bei der Entscheidung, in den jeweiligen Fonds zu investieren, sollten alle Eigenschaften oder Ziele des Fonds berücksichtigt werden, wie sie in den Fondsdokumenten beschrieben sind.

Anleger oder potentielle Anleger finden die Zusammenfassung ihrer Anlegerrechte und der Instrumente zur kollektiven Rechtsdurchsetzung auf Deutsch und Englisch unter https://www.kepler.at/de/startseite/beschwerden.html. Es wird darauf hingewiesen, dass die KEPLER-FONDS KAG den Vertrieb ihrer Fondsanteile im Ausland jederzeit beenden kann.

Die Gegenüberstellung des Portfolios zu einem Vergleichsindex (z.B. Performance, Branchengewichtungen…) dient bei jenen Portfolios, die nicht in Bezug zu einer Benchmark gemanagt werden, rein zu Reportingzwecken. Der Vergleichsindex schränkt das Management in solchen Fällen bei seiner Anlageentscheidung nicht ein (aktives Management).

© 2025 Morningstar. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen, Daten, Analysen und Beurteilungen („Angaben“): (1) beinhalten Informationen, die Morningstar und deren Inhaltsanbietern gehören, (2) dürfen ohne ausdrückliche Zustimmung nicht kopiert oder weitergegeben werden, (3) erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit, Richtigkeit oder dass sie aktuell sind und können. Morningstar haftet nicht für Schäden oder Verluste, die mit den Angaben im Zusammenhang stehen oder aus deren Nutzung resultieren. Ein bestimmtes Abschneiden in der Vergangenheit ist keine Gewähr für künftige Ergebnisse. Für detaillierte Informationen inkl. Methodik zum Morningstar Rating siehe: https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/research/methodology/771945_Morningstar_Rating_for_Funds_Methodology.pdf

Der aktuelle Prospekt (für OGAW) sowie das Basisinformationsblatt (BIB) sind in deutscher Sprache bei der KEPLER-FONDS KAG, Europaplatz 1a, 4020 Linz, den Vertriebsstellen sowie unter www.kepler.at kostenlos erhältlich.

Ausführliche Risikohinweise und Haftungsausschluss unter www.kepler.at.

Herausgeber

KEPLER-FONDS Kapitalanlagegesellschaft mbH

Europaplatz 1a | 4020 Linz | Internet: www.kepler.at