

Inflationsgeschützte Obligationen

Günstig gegen Inflationsrisiken versichert

Ein Anstieg der Inflation kann die reale Rendite einer Anlage deutlich sinken lassen. Inflationsgeschützte Obligationen helfen, reale Erträge zu sichern. Vor allem für langfristig orientierte Investoren sind sie eine interessante Anlage.

Versicherungen sind meist dann besonders günstig, wenn die Schadenswahrscheinlichkeit als gering eingeschätzt wird. Ähnlich verhält es sich auch mit der Inflationsabsicherung über sogenannte inflationsgeschützte Obligationen. Sie sind dann relativ teuer bewertet, wenn ein Inflationsanstieg erwartet wird, und günstig, wenn die Inflations Sorgen nachlassen. Die Jahresteuern in der Schweiz betrug im November 0.0 Prozent. Im Monatsvergleich nahm der Landesindex der Konsumentenpreise um 0.2 Prozent zu.¹ Angesichts der makroökonomischen Aussichten sollten aber besonders langfristig orientierte Anleger eine Absicherung gegen steigende Teuerungsrate in Erwägung ziehen.

Preisrisiken am Horizont

Mehrere Faktoren drohen die Teuerung langfristig anzuheizen. Zum einen die Knappheit an natürlichen Ressourcen. Auch wenn der Verbrauch während der Rezession zurückging, dürfte die Ressourcenverknappung langfristig die Preise etwa für Energie und Industriemetalle in die Höhe treiben. Darüber hinaus tragen die Notenbanken mit ihrer Niedrigzinspolitik langfristig zu einer inflationsfördernden Ausweitung des Geldangebots bei. Die massiven fiskalpolitischen Massnahmen während der Finanzkrise haben darüber hinaus zu höheren Staatsdefiziten geführt, die über die deutlich zunehmende Emission von Staatsanleihen finanziert werden müssen. Schliesslich werden die Schwellenländer nicht unbegrenzt so wie bisher

über das Angebot günstiger Waren und Arbeitskräfte den Preisanstieg in den Industriestaaten bremsen.

Für Anleger ist die Teuerungsgefahr insofern ein Thema, weil die Inflation die nominale Rendite einer Investition schmälert. Kauft ein Anleger etwa eine Obligation mit einer Laufzeit von zehn Jahren und einer Effektivverzinsung von 1.9 Prozent, so entspricht die reale Verzinsung bei der zuletzt aussergewöhnlichen Teuerungsrate von 0 Prozent der Nominalverzinsung. Wenn die Inflation aber steigt, beispielsweise auf durchschnittlich 1.0 Prozent über die Laufzeit hinweg, so würde die reale Verzinsung auf 0.9 Prozent sinken – selbst eine negative reale Verzinsung ist nicht unvorstellbar. Besonders, wenn langfristig eine bestimmte reale Kaufkraft gesichert werden soll, muss die Inflationsgefahr berücksichtigt werden.

Inflationsschutz am Obligationenmarkt

Studien zeigen, dass sich sowohl Aktien als auch nominal verzinsten Obligationen nur bedingt – wenn überhaupt – zum

Inflationsschutz eignen. Eine effizientere Sicherung bieten hingegen die inflationsgeschützten Obligationen beziehungsweise Inflation-Linked Bonds (ILBs), oft auch «Linker» genannt. Bei diesen Papieren steigt im Allgemeinen sowohl die absolute Höhe der Couponzahlungen als auch

In Kürze

- > Mehrere Faktoren drohen die Teuerung langfristig anzuheizen
- > Die Inflation schmälert die nominale Rendite einer Investition
- > Inflationsschutz bieten Inflation-Linked Bonds, oft auch «Linker» genannt

der Rückzahlbetrag bei Fälligkeit parallel zu einem bestimmten Verbraucherpreisindex. Unter den verschiedenen Mechanismen hat sich die sogenannte «kanadische Variante» weitgehend durchgesetzt: Hier werden alle relevanten Grössen wie Nennwert und Couponzahlung mit der sogenannten Index-Verhältniszahl multipliziert, die auf Basis der monatlich veröffentlichten Preisstatistiken ermittelt wird.

Da der Rückzahlbetrag des Papiers so im Einklang mit dem zugrunde gelegten Konsumentenpreisindex steigt, ist der Erhalt der Kaufkraft der Anlage über die Lauf-

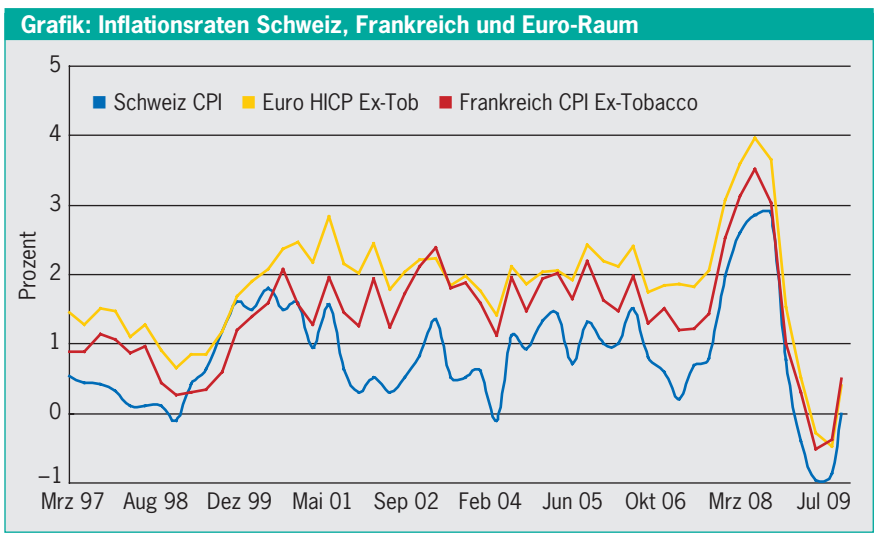
Autoren

Christian Staub
lic. oec. HSG et
MBA Harvard,
Geschäftsführer
PIMCO (Schweiz)
GmbH



Antoinette Eltz
MBA Wharton,
Produkt-
managerin,
PIMCO London

¹ Quelle: Bundesamt für Statistik.



zeit hinweg gesichert. Darüber hinaus ist auch die reale Höhe der Couponzahlungen gesichert, da sich der fixe Coupon auf den mit der zum Coupontermin jeweils gültigen Index-Verhältniszahl multiplizierten Nominalbetrag bezieht. Steigt der Verbraucherpreisindex beispielsweise um 3.5 Prozentpunkte, so steigt auch der Nominalbetrag um 3.5 Prozentpunkte (etwa von 100 auf 103.50 Euro) und ebenso die nominale Zinszahlung (etwa von 2.00 auf 2.07 Euro). Indexierte Obligationen bieten zwar scheinbar geringere Coupons als nominal verzinsten Anleihen. Dieser Eindruck täuscht jedoch darüber hinweg, dass der Anleger bei ILBs keine Inflationsprämie berücksichtigen muss. Das Risiko steigender Verbraucherpreise ist mit inflationsindexierten Papieren von vornherein abgedeckt; der gebotene Zins ist real. Die besondere Konstruktion macht damit Linker quasi zu einer Versicherung gegen Inflation.

Ausnahmesituation Deflation

Ein lange als eher theoretisch erachtetes Risiko stellt der Fall sinkender Konsumentenpreise dar. Sinkt der Verbraucherpreisindex, so geben je nach Konstruktion auch Nennwert und Coupon nach. Der Sicherungsmechanismus kann dann Couponzahlungen und Kapital des Anlegers schmälern. Jedoch gehen fallende Preise oft mit sinkenden Zinsen einher, was sich wiederum positiv auf Obligationen generell und somit auch auf Linker auswirkt. Zudem sind inflationsindexierte US-Obligationen (TIPS) wie auch inflationsindexierte deutsche Bundeswertpapiere mit einem teilweisen Schutz ausgestattet: Die Rückzahlung des ursprünglichen Nennwerts bei Fälligkeit wird bei diesen Linkern garan-

tiert. Im Gegensatz dazu bieten japanische Anleihen (JGBi) keinen expliziten Schutz vor Deflation. In beiden Fällen kann der Nennwert jedoch während der Laufzeit unter den Ausgabebetrag sinken und damit auch die Zinszahlung nominal geringer ausfallen als beim ursprünglichen Coupon, sofern der entsprechende Index nachgibt.

Die richtige Position im Portfolio

Während in den vergangenen Jahren immer mehr Staaten – neben Frankreich, den USA und Grossbritannien unter anderem auch Italien, Deutschland oder auch Brasilien – Linker emittierten, existiert noch kein Markt für inflationsgeschützte Obligationen in Schweizer Franken. Trotzdem können sich auch Schweizer Anleger vor der Teuerung schützen, denn die Teuerung in der Schweiz entwickelt sich nahezu parallel zur Inflation in anderen Ländern (siehe Grafik). Diese enge Korrelation ist fundamental nachvollziehbar: Der zur Messung der Preisentwicklung herangezogene eidgenössische Warenkorb entspricht in weiten Teilen demjenigen anderer Industriestaaten. Vergleicht man zudem die Schweizer Inflation mit dem Performance-Index globaler ILBs, so zeigt dieser auf einer währungsgesicherten Basis über die vergangenen zehn Jahre attraktive reale Erträge. Somit bietet sich ein global diversifiziertes und gegenüber Wechselkursveränderungen abgesichertes Linker-Portfolio auch Schweizer Anlegern an, die attraktiven Inflationsschutz suchen.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie oder ein zuverlässiger Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Einstiegschancen in Zeiten geringer Teuerung

In den vergangenen Monaten haben die Notierungen inflationsindexierter Obligationen wieder angezogen. Inflation ist zwar auf dem Radarschirm der meisten Investoren noch nicht aufgetaucht, doch die teils deutlichen Deflationstendenzen der vergangenen Monate scheinen angesichts der jüngsten Daten abzuebben. Wenn die Stimmung kippt und Inflation wieder zum Thema wird, dürfte die Nachfrage nach den Papieren deren Bewertungen weiter nach oben treiben. Grundsätzlich sollten sich Anleger dann eine Absicherung aufbauen, wenn das zu versichernde Ereignis noch nicht eingetreten ist: Langfristig orientierten Anlegern, die ihr Portfolio gegen teuerungsbedingte Einbussen absichern möchten, bieten sich daher strategisch gesehen noch immer interessante Einstiegsmöglichkeiten. Aufgrund der meist guten Ratings der Anleihen weisen die Portfolios zudem eine hohe Kreditqualität auf – ein weiterer Pluspunkt für eher konservative Langfristanleger. ■