

Lohnen sich Fremdwährungsobligationen?



Anleger fragen sich, ob sie zur Renditesteigerung auch Fremdwährungsobligationen kaufen sollen. Die Erfahrung der letzten zehn Jahre spricht dagegen.

*Von Adrian Scherer
Chief Investment Officer
Bank Sal. Oppenheim (Schweiz) AG*

Der in Schweizerfranken rechnende Investor sieht sich permanent mit der Frage konfrontiert, ob er seinem Depot nicht zwecks Erhöhung der Rendite Fremdwährungsobligationen beimischen sollte. Tatsächlich haben in den letzten zehn Jahren deutsche Staatsobligationen mit zehnjähriger Laufzeit im Durchschnitt eine um 1,88% höhere Rendite auf Verfall aufgewiesen, während US-Staatsobligationen sogar 2,01% mehr Rendite auf Verfall versprochen¹⁾. Allerdings waren diese Zinsdifferenzen recht grossen Schwankungen unterworfen (s. Grafik «Zinsdifferenzen»).

¹⁾ Alle Angaben in diesem Artikel beziehen sich auf die Periode Dezember 1990 bis Oktober 2000. Eine Verlängerung des Betrachtungszeitraums bis Juni 2001 dürfte keine signifikante Veränderung der Resultate bewirken.

Wie lässt es sich erklären, dass die Obligationen dieser drei Staaten bei selber Bonität und Laufzeit unterschiedliche Renditen auf Verfall aufweisen? Der Hauptgrund liegt in der Differenz der erwarteten Inflationsraten. Je höher die erwartete Inflation, desto höher muss die Rendite auf Verfall ausfallen. Tatsächlich war die effektive Inflation in Deutschland im Betrachtungszeitraum 0,5% und in den USA 0,8% höher als in der Schweiz, unterlag aber grossen Schwankungen (s. Grafik «Inflationsdifferenzen»).

Die höhere Verzinsung im Ausland reflektiert somit die Differenz der erwarteten Inflation. Diese Differenz ist insofern von Bedeutung, als eine höhere Inflation – alle anderen Faktoren konstant – gemäss Theorie zu einer Abschwächung der Währung führen müsste. Somit lässt sich sagen, dass (unter der Annahme der richtigen Schätzung der zukünftigen Inflation und gleicher Bonität der Schuldner) langfristig die Franken-Rendite von Franken-, Euro-

und US-Dollar-Obligationen dieselbe sein sollte. Da die erwartete Inflation selten der tatsächlichen entsprechen dürfte, sind Abweichungen von der obigen Aussage zu erwarten, und es fragt sich, wie die Praxis über die untersuchte Zeitperiode ausgesehen hat. Konkret betrachten wir die historischen Totalrenditen (Couponeinkommen, Kursveränderung und Wechselkursveränderung) für unseren Obligationär, der seinen Anlageerfolg in Franken misst.

Wie Tabelle 1 zeigt, wiesen Euro- und US-Dollar-Obligationen gegenüber den Franken-Obligationen klar

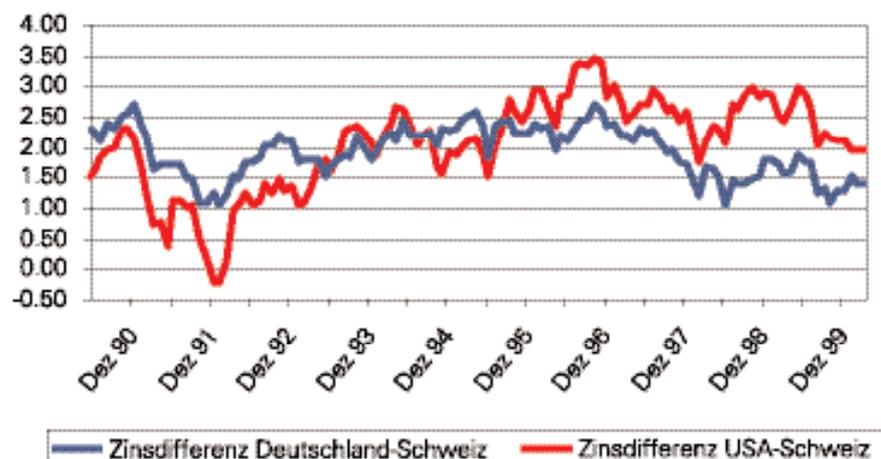
Tabelle 1: Rendite und Risiko in Franken

	CH-Bonds	Euro-Bonds	US\$-Bonds
Rendite	6,82%	8,17%	11,31%
Risiko	4,86%	6,91%	11,58%
Rendite/Risiko	1,40	1,18	0,98

höhere Renditen aus, die aber von einem höheren Risiko (Standardabweichung) begleitet waren. Betrachtet man ein risikoadjustiertes Performancemass (Rendite pro Einheit Risiko d.h. Rendite dividiert durch das Risiko), so sind

Zinsdifferenzen Schweiz – Deutschland – USA

1990 bis 2000



die Franken-Obligationen trotz der tiefsten Rendite am attraktivsten.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der Anleger zwar mit Fremdwährungsobligationen eine höhere Rendite erzielte, diese aber mit einem überproportionalen Risikoanstieg «erkaufte».

Fremdwährungsobligationen im gemischten Portfolio

Die bisherigen Überlegungen gingen von einem vereinfachten Modell aus, wo der Anleger ausschliesslich in Obligationen investierte, was heute nur noch selten praktiziert wird. Wie investiert denn der «durchschnittliche» Investor heutzutage? Um diese Frage zu beantworten, bedienen wir uns der vierteljährlichen Statistik in der Neuen Zürcher Zeitung, welche die vorgeschlagene Allokation von acht Banken für einen Investor mit einem konservativen / ausgewogenen Risikoprofil aufzeigt: Cash 15%, Obligationen 40% (Franken 25%, Euro 10%, US-Dollar 5%), Aktien 45% (Schweiz 20%, Europa 10%, USA 10%, Japan / Asien 5%).

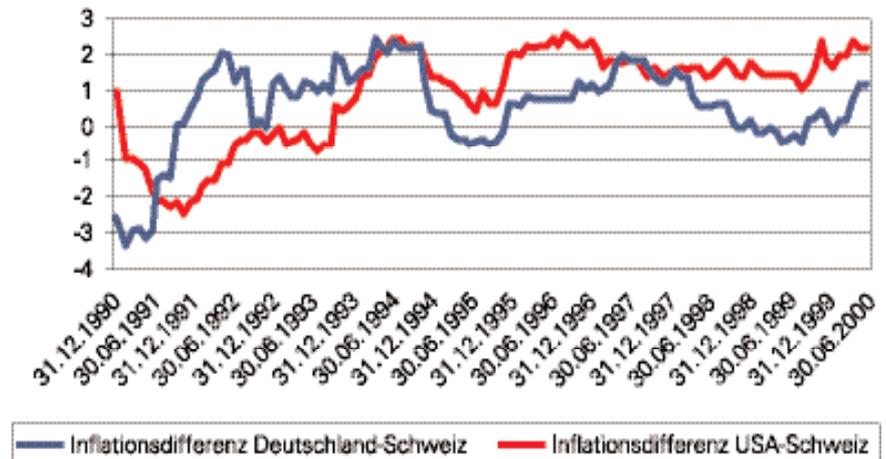
Wie wir gesehen haben, offerieren Fremdwährungsobligationen keine höhere risikoadjustierte Performance. Es stellt sich somit die Frage, ob es nicht auch in einem gemischten Portfolio sinnvoll wäre, auf Fremdwährungsobligationen zu verzichten. Dies um so mehr, als Wertschriftenerträge (im Gegensatz zu Kapitalgewinnen) zu versteuern sind und Fremdwährungsobligationen durch den höheren Coupon relativ zu den Franken-Obligationen steuerlich benachteiligt werden.

In einem ersten Schritt (Tabelle 2) betrachten wir das Risiko-Rendite-Profil des obigen Depots unter der Annahme, dieses hätte bezüglich der Allokation über den gesamten Betrachtungszeitraum keine Veränderung erfahren. Weiter unterliegt unser Investor einem Steuersatz von 23%, dem schweizerischen Durchschnitt bei einem Einkommen von 200'000 Franken:

	vor Steuern	nach Steuern
Rendite	12,06%	11,17%
Risiko	7,77%	7,77%
Rendite/Risiko	1,55	1,44

Inflationsdifferenzen Schweiz – Deutschland – USA

1990 bis 2000



Gemäss Tabelle 2 hat der Investor über die vergangenen zehn Jahre im Schnitt 11,17% (nach Steuern) bei einem Risiko von 7,77% verdient, was einer Rendite von 1,44 pro Einheit Risiko entspricht.

In einem zweiten Schritt gehen wir nun davon aus, dass der Investor alle Obligationen in Franken gehalten hätte, d.h. keine Fremdwährungsobligationen, unverändert 45% Aktien und 15% Franken-Cash. Die Resultate sind in Tabelle 3 dargestellt.

	vor Steuern	nach Steuern
Rendite	11,69%	10,88%
Risiko	7,28%	7,28%
Rendite/Risiko	1,60	1,49

Bei diesem Portfolio fällt die Nachsteuerrendite von 11,17% auf 10,88% (-0,29%), während sich das Risiko überproportional von 7,77% auf 7,28% (-0,49%) reduziert. Die risikoadjustierte Rendite steigt von 1,44 auf 1,49! Somit fährt der risikobewusste Anleger mit diesem Portfolio ohne Fremdwährungsobligationen besser.

Legt der Investor sein Augenmerk mehr auf die Rendite als auf das Risiko, so kann dieses Ziel relativ einfach mit einer leicht höheren Aktienquote erreicht werden: Wir verzichten also erneut auf Fremdwährungsobligationen, halten 15% Cash und erhöhen die Ak-

tienquote proportional in jeder Region um 10% (Aktien Schweiz von 20 auf 22%, Aktien Europa von 10 auf 11%, Aktien USA von 10 auf 11% und Aktien Japan von 5,0 auf 5,5%), wodurch die Aktienquote von 45 auf 49,5% ansteigt. Als Residualgrösse verbleibt eine Obligationenquote von 35,5%. Die Resultate sind in Tabelle 4 dargestellt.

	vor Steuern	nach Steuern
Rendite	12,23%	11,45%
Risiko	7,88%	7,88%
Rendite/Risiko	1,55	1,45

Gegenüber dem ursprünglichen Portfolio (Tabelle 2) steigen Rendite und Risiko, wobei aber die Rendite sowohl vor als auch nach der Risikoadjustierung höher ausfällt! Auch unter der Annahme, dass der Investor keine Steuern bezahlt, ist die Konklusion dieselbe: Fremdwährungsobligationen bringen im Vergleich zu der leicht höheren Aktienquote keinen risikoadjustierten Mehrwert.

Fazit
Fremdwährungsobligationen machen aus strategischer Sicht, d.h. langfristig wenig Sinn. Somit könnten sie höchstens aus taktischer Sicht sinnvoll sein, was aber die Fähigkeit zur Vorhersage von Devisenkursen voraussetzt.