

# Wege aus der Inflationss Falle für Privatanleger

Man muss nicht allzuweit zurückblättern – noch vor einem halben Jahr ging das Schreckgespenst der Deflation um. Rezession, unausgelastete Kapazitäten, Preisdruck – Inflationsgefahren schienen weit weg. Inzwischen hat sich das Blatt gewendet. Die amerikanische Wirtschaft erholt sich zusehends, und selbst in Japan und Europa zeigen sich erste Zeichen eines Wirtschaftsaufschwungs. Der Goldpreis, ein viel beachteter Seismograph für die Inflationserwartungen, steigt seit Monaten an. Mit einem Mal haben die Ökonomen die Inflationsgefahren wieder entdeckt, nicht zuletzt auch, da hohe Staatsschulden in der Geschichte nicht selten über Inflation «abgebaut» wurden.



**Von Norbert Brestel**

*Leiter Portfolio Management  
Schroder & Co Bank AG, Zürich*

Trotz eines Anstiegs Mitte Jahr liegen die Zinsen für Obligationen mittlerer und längerer Laufzeit in den USA und in Europa noch immer auf historisch niedrigem Niveau. Für viele, die auf ein Kapitaleinkommen angewiesen sind, ist das zu tief. Sie sehnen sich zurück nach den hohen Coupons der Vergangenheit, vergessen dabei jedoch häufig, dass zu dieser Zeit auch relativ hohe Inflation herrschte und es nominal zwar attraktive Coupons gab, real aber nur sehr wenig Wertzuwachs geschaffen wurde. Hohe Nominalrenditen sind, insbesondere auch nach Steuern, ein zweischneidiges Schwert. Was der Obligationenanleger braucht, sind hohe Real-, nicht hohe Nominalrenditen.

Kurzfristige Anlageformen, Geldmarktanlagen oder Floating Rate Notes, besitzen zwar kein Kursrisiko bei steigenden Zinsen, bieten aber keinen Inflationsschutz, da deren Realverzinsung direkt von den Notenbanken abhängig und nicht selten negativ ist. In allen wichtigen Währungen verliert man derzeit selbst bei tiefer Inflation mit Geldmarktanlagen real an Kapital.

Was liegt da näher als ein Blick auf Anlageformen, die einen direkten Inflationsschutz bieten. Im Vordergrund stehen dabei inflationsindexierte Anleihen (Inflation-Linked oder IL-Anleihen). Sie wurden vom US-Treasury schon vor einem Jahrzehnt aufgelegt, vom französischen Staat auch in Europa eingeführt und sind inzwischen in Euro von verschiedenen Schuldern erhältlich. Sie bieten dem Anleger eine garantierte Realrendite und erlauben, als Nebeneffekt, den Ökonomen einen Blick auf die im Markt gebildete Realrendite und die Inflationserwartung. Die staatlichen Emittenten solcher Anleihen haben dabei offensichtlich Vertrauen in die Stabilität der eigenen Währung, denn bei hohen Inflationsraten kämen sie die jeweiligen Staaten teuer zu stehen.

Die Konstruktion der klassischen IL-Anleihe ist relativ einfach: In regelmässigen Abständen, meist jährlich, erfährt der Nominalwert der ausstehenden Obligation eine Anpassung an einen Konsumentenpreisindex einzelner Länder oder des Euroraums. Der an sich fixe «Realcoupon» (z.B. 3%) wird ebenfalls angepasst, folgt also auch der Geldentwertung. Und für

Käufe und Verkäufe zwischen den Anpassungsperioden wird die laufende Inflation durch eine Zwischenanpassung des Nominalwerts, ähnlich wie bei Stückzinsen, mitberücksichtigt. Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass für den Fall einer Deflation zumindest der Nominalwert zurückerstattet wird.

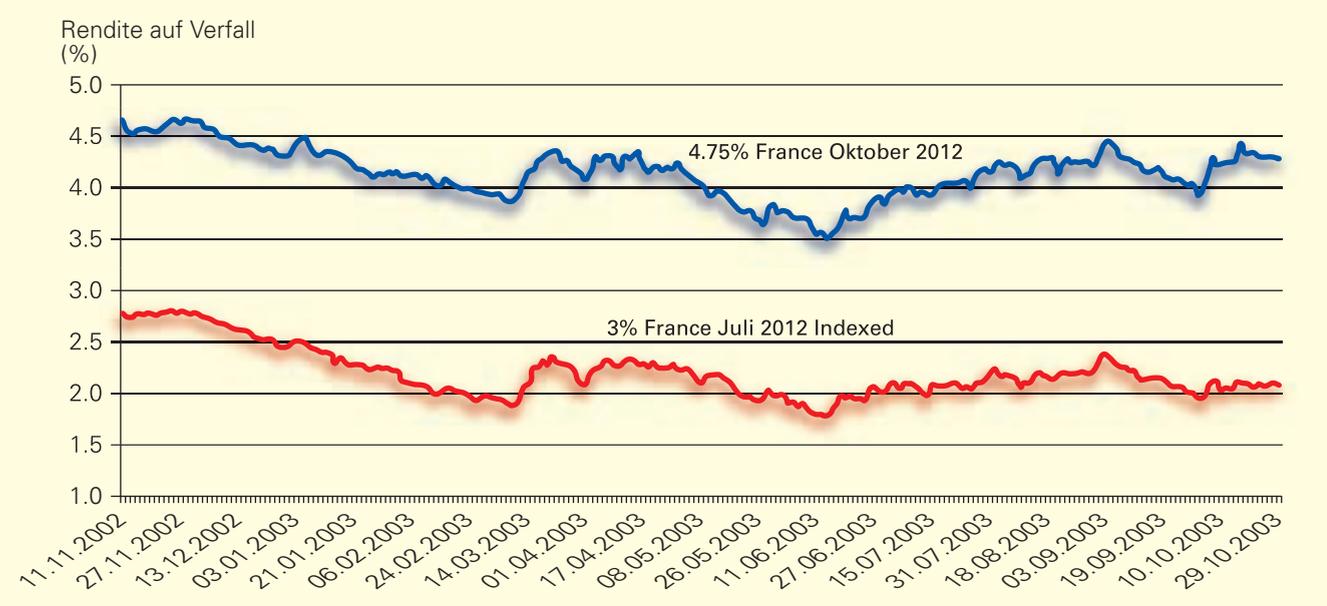
Rückzahlung und Coupon sind also inflationsbereinigt und damit kaufkrafterhaltend. Die Rendite dieses Instruments entspricht einer echten Realverzinsung. Da der Handel dieser Papiere wie bei einer gewöhnlichen Nominalobligation erfolgt, liegt die Realrendite, je nach Kurswert, über oder unter dem Coupon. Die in nebenstehender Analyse verwendete Anleihe des französischen Staates mit einem Coupon von 3% und einer Laufzeit bis Juli 2012 wird zurzeit mit etwa 107% gehandelt.

Wer also die Verfallsrendite einer IL-Anleihe mit einer Nominalanleihe des gleichen Schuldners bei gleicher Laufzeit vergleicht (Grafik 1), erhält nicht nur die Information über die aktuell bestehende Realverzinsung in der entsprechenden Währung (derzeit für Euroland ca. 2,10%), sondern implizit auch über die derzeit herrschende Inflationserwartung – die Differenz zur Rendite einer normalen Anleihe. Diese Differenz liegt heute bei etwa 2,20%.

Seit Mitte 2003 ist diese Differenz (Grafik 2) deutlich angestiegen, die Inflationserwartungen sind also gestiegen. Sollte dieser Trend anhalten, ist eher mit absinkenden Realrenditen (also Kurssteigerungen für IL-Anleihen) und steigenden Nominalrenditen

### Grafik 1: Renditevergleich einer inflationsgebundenen Anleihe mit einer Nominalanleihe

Wer die Verfallsrendite einer IL-Anleihe mit einer Nominalanleihe des gleichen Schuldners bei gleicher Laufzeit vergleicht, erhält nicht nur die Information über die aktuell bestehende Realverzinsung in der entsprechenden Währung, sondern auch über die Inflationserwartung – die Differenz zur Rendite einer normalen Anleihe.



(Kursverluste bei Nominalanleihen) zu rechnen. In eigentlichen Hochzinsphasen und hoher Inflationserwartung tendieren die Realzinsen gegen Null. Ein Anleger in IL-Anleihen fährt in diesem Fall deutlich besser, da seine Realverzinsung erhalten bleibt und er auch kurzfristig keine Kursverluste erleidet. Derzeit ist die Realrendite, Spiegelbild des verhaltenen Wirtschaftswachstums,

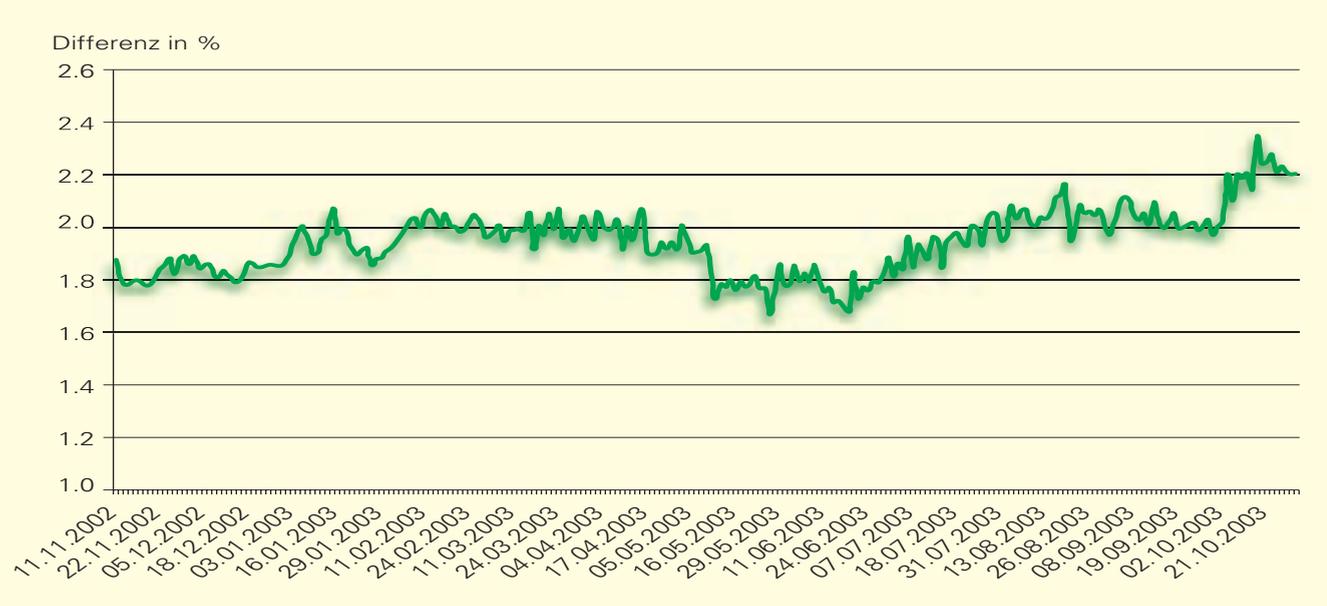
eher tief. In der Schweiz lag die Realrendite von Obligationen über einen sehr langen Zeitraum nur leicht über 2%; nur in den letzten Jahren konnte dank tiefer Inflation und fallender Realzinsen immerhin eine Realrendite von 4,25% erreicht werden (Grafik 3). Auch in der Inflationserwartung sind derzeit keine Anzeichen für grössere Besorgnis erkennbar.

Eine längere Phase weitgehend inflationsfreien Wachstums könnte umgekehrt jedoch zu höheren Realrenditen und damit fallenden Kursen von IL-Obligationen führen. Kursverluste sind also auch bei inflationsgeschützten Anleihen durchaus möglich.

Ein perfekter Inflationsschutz ist selbstverständlich nicht gegeben. Der für die Indexanpassung gewählte In-

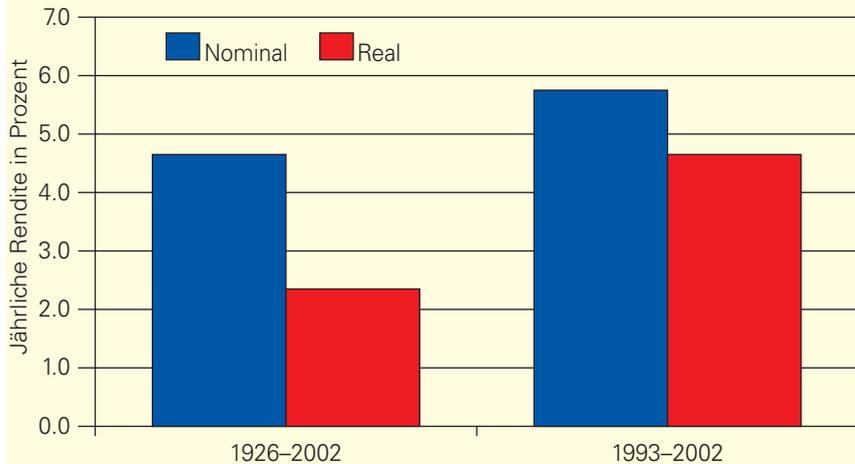
### Grafik 2: Differenz zwischen nomineller und indexierter Rendite

Seit Mitte 2003 ist die Differenz deutlich angestiegen, die Inflationserwartungen sind also gestiegen. Sollte dieser Trend anhalten, ist eher mit sinkenden Realrenditen (also Kurssteigerungen für IL-Anleihen) und steigenden Nominalrenditen (Kursverluste bei Nominalanleihen) zu rechnen.



### Grafik 3: Obligationenrenditen Schweiz

In der Schweiz lag die Realrendite von Obligationen über einen sehr langen Zeitraum nur leicht über 2%; nur in den letzten Jahren konnte dank tiefer Inflation und fallender Realzinsen immerhin eine Realrendite von 4,25% erreicht werden.



flationsindex spiegelt wohl nur selten den typischen Warenkorb eines einzelnen Anlegers wider; die tatsächlich erfasste Inflation aufgrund des eigenen Bedarfs kann sehr viel höher ausfallen. Zudem sind bei den auf Euroland-Inflation gebundenen Anleihen auch deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern vorhanden.

In US-Dollar, Englischen Pfund und Euro besteht inzwischen ein recht breites Angebot an inflationsgeschützten Obligationen erstklassiger Schuldner; erhältlich sind auch sehr lange Laufzeiten, beispielsweise bis ins Jahr 2031. Versicherungen und Pensionskassen halten diese Titel jedoch dauerhaft in ihren Portfolios, da für diese Anlegergruppe eine garantierte Realrendite äusserst attraktiv ist. Die Liquidität ist trotz grosser Emissionsvolumen daher nicht immer befriedigend. Ein «IL-Eidgenosse» wurde bislang noch nicht emittiert, es gibt jedoch Anleihen mit Couponanpassung sowie synthetische Anlagefonds in Schweizer Franken, welche die Charakteristik von IL-Anleihen nachbilden.

Nicht ganz ausser acht zu lassen ist die Besteuerung solcher Anleihen. Die Praxis der Steuerbehörden ist hier noch nicht gefestigt. Sollte es, wie derzeit beispielsweise in der Schweiz, zu einer Besteuerung des gesamten Infla-

tionsaufschlags zum Ende der Laufzeit kommen, kann dies unter Umständen steuerlich sehr ungünstig sein. Sicher

muss der um die Inflation bereinigte Coupon jeweils direkt versteuert werden.

Ein guter Inflationsschutz wird also mit Realrenditen zwischen 2 und 3% erkaufte. Wer mehr erwartet, kann auf perfektes Timing bei der Anlage in Nominalanleihen, also die «Anbindung» hoher Nominalrenditen, wenn diese erhältlich sind, setzen. Dieser Vorteil ist aber nur über einen begrenzten Zeitraum nutzbar und nicht ohne Risiko, wenn der Idealzeitpunkt verpasst wird. Die meisten Anleger werden daher zusätzlich auf andere Anlageformen zurückgreifen wollen, die mit einem indirekten Inflationsschutz versehen sind.

So waren die Nominalrenditen von Immobilien und Aktien in der Vergangenheit hoch genug, um die Inflation deutlich zu übertreffen. Guter Inflationsschutz hat also seinen Preis: entweder eine eher tiefe Realverzinsung oder die höheren Risiken von Aktien oder Immobilien. ■

## How to Avoid the Inflation Trap

Only six months ago investors worried about deflation; now the tables have turned. Despite a rise in the middle of the year, interest rates for medium- and long-term bonds remain at historically low levels in the U.S. and in Europe. For many who depend on capital income, they are too low. They long for the high coupons of the past but often forget the concurrent high inflation which brought attractive nominal yields but little real return. What bond investors really need are high real returns not high nominal yields.

A solution may be found in investment instruments which protect against inflation. In this respect, inflation-linked (IL) bonds are the first choice. IL bonds were first issued by the U.S. treasury a decade ago, introduced to Europe by the French and are now available in euro from various issuers. They offer investors a guaranteed real return and, as a side effect, give economists a glance at inflation expectations. The nominal value of IL bonds is regularly, usually annually, adjusted to a pre-defined consumer price index. The coupon (which is, basically, fixed) is also adjusted and thus follows inflation. In the case of deflation, at least the nominal value of the bonds is paid back. In other words: Both redemption and coupons are adjusted to inflation and investors suffer no loss in purchasing power.

Of course not even inflation-linked bonds can offer perfect inflation protection. In particular, the defined inflation index hardly ever exactly mirrors each individual investor's typical basket of goods and services. Furthermore, taxation must be taken into account. Most investors will therefore also buy instruments with indirect inflation protection in addition to IL bonds. Consequently, adequate inflation protection can only be had at a price: either relatively low real yields or the higher risk of stocks or real estate.