

Invest

Inflationsschutz steht plötzlich wieder hoch im Kurs

Die staatlichen Schuldenberge werden dereinst über die Geldpresse abgetragen. Für die Besitzer von Obligationen hat das gravierende Folgen. *Von Markus Städeli*

Und wieder haben am Donnerstag europäische Notenbanken die Leitzinsen kräftig gesenkt – in der Hoffnung, den Abwärtsstrudel der Wirtschaft anhalten zu können. Die Geldschleusen sind weit geöffnet: Die Bank von England etwa hat innert kurzer Zeit die Zinsen von 5 auf 0,5% gesenkt und will durch den Ankauf von Schuldpapieren weitere Liquidität in den Markt pumpen.

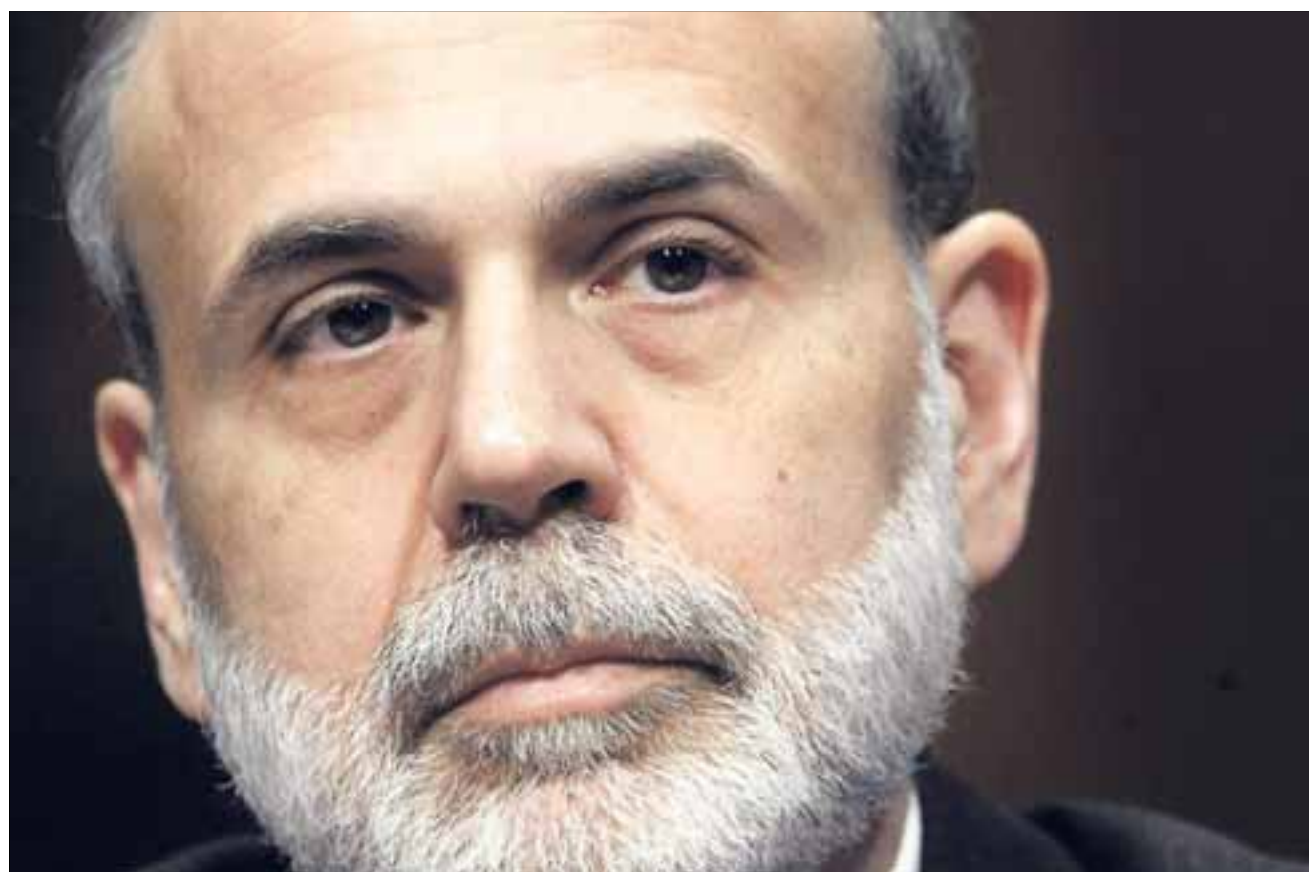
Doch während die Leitzinsen kräftig sinken, steigen die langfristigen Zinsen seit Anfang Jahr wieder an. Die Rendite von zehnjährigen britischen Staatsanleihen hat sich von 3,11% auf 3,38% erhöht: Die Investoren erwarten Inflation. «Auf eine Sicht von 12 bis 24 Monaten stellt die Deflation das grösste Risiko dar», sagt Alexandre Bouchardy, Leiter inflationsgeschützte Anleihen beim Asset Management der Credit Suisse. «Mittelfristig jedoch, also in einem Zeitraum von etwa fünf Jahren, ist das Inflationsrisiko stark angestiegen.» Die Gefahr einer sogenannten «Monetarisierung» der Staatsschulden sei hoch. «Denn eine reflationäre Politik ist die günstigste Art, die realen Kosten der Schuldenlast zu reduzieren, welche die Staaten nun bei der Bekämpfung der Krise ansammeln», sagt Bouchardy.

Kurze Restlaufzeiten

Die Renditen von Staatsanleihen sind seit Anfang Jahr durchs Band gestiegen. «Es gibt allerdings Ausnahmen, etwa die deutschen Papiere, weil die Investoren davon ausgehen, dass der deutsche Staat an einer vergleichsweise orthodoxen Wirtschaftspolitik festhalten wird», sagt Rose Ouahba, Fondsmanagerin für Zinsprodukte beim Pariser Vermögensverwalter Carmignac Gestion. Wie lange Deutschland sich noch in Fiskaldisziplin übt, ist eine andere Frage.

Wie können Investoren ihre festverzinslichen Anlagen vor Geldentwertung schützen? Eine konventionelle Massnahme ist, die Laufzeiten der Bonds zu verkürzen und auf Qualität zu setzen. «Wir raten, vor allem französische und deutsche Staatsanleihen mit kurzer Restlaufzeit zu kaufen», sagt Ouahba. «Auf die Preise von Anleihen, die 2010 oder 2011 zurückbezahlt werden, haben weitere Zinssenkungen einen viel grösseren Einfluss als die Inflationserwartungen.»

Daneben sieht sie weiterhin gute Möglichkeiten bei Unternehmensanleihen ausserhalb des Automobil- und Finanzsektors. «Wir bevorzugen Restlaufzeiten von rund fünf Jahren und Papiere guter Qualität. Vor allem bei An-



Der US-Notenbankchef Ben Bernanke erwartet künftig eine Inflation von 2 Prozent. (Reuters)

leihen mit einem A- und BBB-Rating gibt es gute Einstiegsmöglichkeiten.»

Ihre favorisierten Schuldpapiere sind aber inflationsgeschützte Anleihen. Sie haben wie herkömmliche Obligationen einen fixen Coupon. Doch je nach Teuerungsverlauf steigt der für die Verzinsung massgebende Schuldbetrag. Wenn etwa die Inflation im ersten Jahr der Laufzeit 2% beträgt, muss der Schuldner den vereinbarten Coupon auf eine Summe von 102% bezahlen. Nun haben die Besitzer solcher

Anleihen letztes Jahr ein Wechselbad der Gefühle erlebt. Im ersten Halbjahr 2008 standen alle Zeichen auf Inflation. In der zweiten Jahreshälfte, als die Wirtschaft in den Freifall-Modus wechselte, kamen Deflationsängste auf, und inflationsgeschützte Anleihen tauchten auf ein Rekordtief.

Doch seit Anfang Jahr sind diese Papiere wieder en vogue. Die Bewertungen scheinen aber noch moderat. «Ob inflationsgeschützte Obligationen derzeit attraktiv beurteilt sind oder nicht,

hängt von den Inflationserwartungen der Investoren ab», sagt Alexandre Bouchardy. «In den USA nimmt der Preis von inflationsgeschützten Anleihen für die nächsten sechs Jahre eine Deflation vorweg, in Europa eine Inflation von 1,3% über die nächsten zehn Jahre.» Das sind Konditionen, die Rose Ouahba als attraktiv einstuft, habe doch die amerikanische Notenbank vor kurzem selbst eine Art implizite Inflationserwartung von 2% veröffentlicht.

Hohe Realverzinsung

«Es gibt auch eine absolute Betrachtungsweise: Man kann sich fragen, ob der inflationsbereinigte Zinssatz, den diese Papiere heute garantieren, attraktiv ist», sagt Bouchardy. Deutsche Papiere etwa böten in Europa einen realen Zinssatz von 1,6% pro Jahr bis 2016, in den USA 2,4% über einen Zeitraum von zehn Jahren. «Vor dem Hintergrund der Frage, wie stark die Volkswirtschaften in den nächsten Jahren real wachsen dürften, erachten wir diese Sätze als attraktiv.»

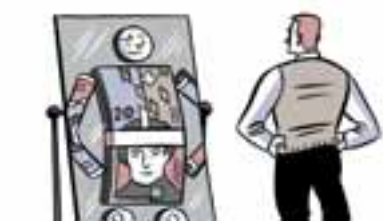
Die in der nebenstehende Tabelle aufgeführten Produkte haben alle als Fondswährung Euro, ausser der «Credit Suisse Bond Inflation-Linked» (Fr.).

Anlagefonds für inflationsgeschützte Anleihen

Name	Valor	Performance 1 Jahr (% in Fr.)	Performance 3 Jahre (% in Fr.)
CS SICAV II Inflation-Linked (Euro)	2127617	-5,1	+1,4
Credit Suisse Bond Inflation-Linked (Fr.)	1664165	-5,5	-4,5
UniEuroRenta Real Zins	1859694	-6,7	-2,1
Credit Suisse Bond Inflation-Linked (Euro)	1664154	-7,7	-1,4
Axa WF Euro Inflation Bonds	2561251	-8,0	
iShares EUR Inflation-Linked Bond	2308827	-8,6	-3,2
Parvest Euro Inflation-Linked Bond	1832934	-8,6	-4,4
PF-EUR Inflation-Linked Bonds	2405727	-8,9	

Quelle: Lipper/Bevag Better Value AG

Geduldig auf die Trendwende warten



Geldspiegel

Fritz Pfiffner

Die Abwärtsspirale dreht sich immer schneller. Die Bankenkrise hat sich mit voller Wucht zurückgemeldet und das Konjunkturmodell stark verdüstert. Keine Frage: Die Weltwirtschaft steckt in einer tiefen Rezession. Das Ausmass wurde unterschätzt, von den Experten wie den Behörden. Die Firmengewinne

brechen stärker ein als von den Analysten erwartet; Unternehmen geraten in Schieflage. Wen wundert es, dass die Angst vor einer langjährigen Depression umgeht. Spiegelbild dieser schwersten Krise seit der Grossen Depression vor 80 Jahren sind anhaltende Kurseinbrüche an den Aktienbörsen. «Obwohl Umsätze, Gewinnkraft und Eigenmittel heute substanziell höher liegen, befinden wir uns auf den Kursniveaus wie vor 12 Jahren», schreiben die unabhängigen Zürcher Vermögensverwalter Albin Kistler.

Und doch spricht wenig für eine langjährige Depression. Denn Lehren aus der Krise der dreissiger Jahre wurden gezogen. Die Regierungen und Notenbanken der wichtigsten Industrieländer ergreifen alle denkbaren Massnahmen, um den weltweit gestörten Kredit-Kreislauf wieder anzustossen und die Rezession einzudämmen. Die expansive Geld- und

Fiskalpolitik wird mit Zeitverzögerung wirken. Kommt hinzu, dass auch die inhärenten Auftriebskräfte (Globalisierung, aufgestauter Bedarf an Investitionen vor allem in den Schwellenländern, aber auch in den USA, höhere Kaufkraft infolge fallender Preise – vor allem beim Erdöl) stark sind.

Dennoch: Eine wirtschaftliche Trendwende ist wohl erst 2010 zu erwarten. Was heisst das für die Anleger? Nehmen die Börsen die über ein Jahr dauernde Rezession nicht bereits vorweg? Kehren die Aktien nicht sechs bis neun Monate bevor sich die Wirtschaft zu erholen beginnt?

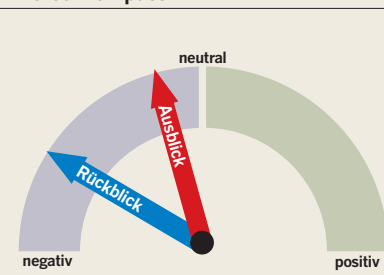
In dieser Krise ist vieles anders. Ein Hauptmerkmal ist die grosse Verunsicherung der Investoren. Sie haben Verluste realisieren müssen, um Schulden zu tilgen, und/oder sitzen auf grossen Buchverlusten. Sie wollen um keinen Preis ihre Aktien zu früh wieder hochfahren. Die Börsen könn-

ten sich diesmal erst wieder nachhaltig erholen, wenn die Weltwirtschaft klare Zeichen einer Trendwende zeigt.

Anleger sollten, so eine Empfehlung verschiedener Vermögensverwalter, geduldig auf diese Trendwende warten. «Es ist langfristig nicht entscheidend, ob der SMI nun bei 4300 Punkten stagniert (Rückgang seit Höchst 55%), auf 3600 (Rückgang 62%) oder gar auf 3000 Punkte (Rückgang 68%) zurückfällt. Tatsache ist, dass der nominelle Hauptteil der Jahrhundert-Baisse hinter uns liegt», schreiben Albin Kistler.

Es wäre falsch, nie mehr auf Aktien zu setzen. Wer jetzt Cash hält, auch wenn es wenig bringt, und sich nicht in längerfristigen Zinspapieren bindet, kann sich noch lange für den Aufschwung 2011 bis 2015 positionieren – mit dem Fokus auf erstklassigen Aktien oder Indexfonds. Geduld bringt künftige Aktiengewinne.

Börsenkompass



Nach einer rabenschwarzen Woche hoffen die Anleger nun auf eine Erholung. Doch es fehlen die Impulse. Die Konjunkturaussichten bleiben schwach, die Unternehmen zurückhaltend.

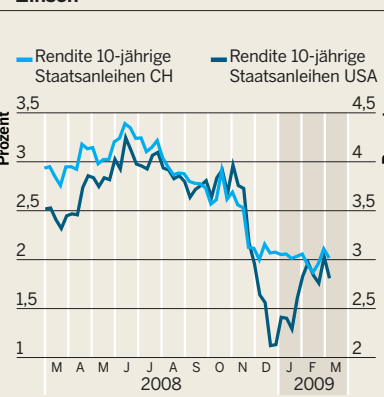
NZZaS

Konjunktur



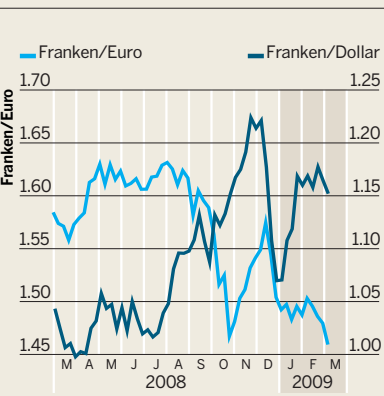
Quelle: Julius Bär

Zinsen



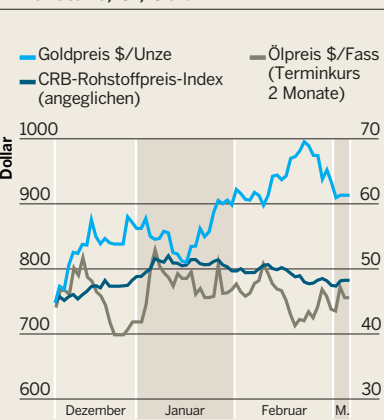
Quelle: Thomson Reuters

Devisen



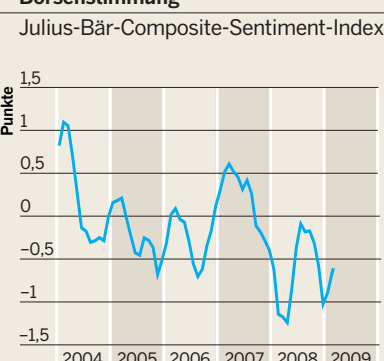
Quelle: Thomson Reuters

Rohstoffe, Öl, Gold



Quelle: Thomson Reuters

Börsenstimmung



Quelle: Julius Bär