

# Schroders

## Plädoyer für Inflationsgebundene Anleihen

Von Nick Gartside und Mike Tolcher

Die Inflationserwartungen haben sich in den vergangenen beiden Jahren dramatisch geändert: Im ersten Halbjahr 2008 herrschte die Angst vor einer rohstoffgetriebenen Inflation, die im September 2008 abgelöst wurde von der Angst vor einer Deflationsspirale japanischer Art nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers. Diese Kehrtwende in den Erwartungen für Anleger, die in inflationsgebundene Anleihen investiert hatten, hatte erhebliche Auswirkungen: Inflationsgebundene Anleihen verzeichneten im September und Oktober 2008 ihre niedrigsten Renditen. (Der Merrill Lynch Global Governments Inflation Linked Index USD Hedged verlor in diesem Zeitraum 9,7%.)

In den zwölf Monaten nach dem Zusammenbruch von Lehman haben die Regierungen bisher nie dagewesene geldpolitische Initiativen ergriffen, um eine Deflation abzuwehren. In der Diskussion um den Erfolg dieser Maßnahmen haben sich zwei Meinungen herausgebildet: Die einen erwarten eine Deflation, während die andere für die kommenden Jahre eine strukturell höhere Inflation befürchten.

Das Schroders Team für globale Anleihen ist der Meinung, dass die Inflation im nächsten Zyklus strukturell höher sein wird. In diesem Umfeld sollten inflationsgebundene Anleihen eine höhere Wertsteigerung als Nominalanleihen erfahren, da ihnen zwei Faktoren zugutekommen: ersten die Bewertung und zweitens die staatliche Geldpolitik.

### Bewertung

Um den Einfluss der Inflation auf inflationsgebundene Anleihen zu verstehen, halten wir es für hilfreich, zu analysieren, wie solche Instrumente funktionieren. Obwohl es bei den Emittenten immer geringe Unterschiede gibt, reagieren bei inflationsgebundenen Anleihen im Allgemeinen sowohl der Kupon als auch der Nennwert auf die offiziellen Inflationserwartungen. Schroders hält inflationsgebundene Anleihen als Niedrigkuponanleihen mit einer Kaufoption auf Inflation für die beste Ausgestaltung dieser Struktur. Die Wertfeststellung der Kaufoption ist deshalb wichtig für die Bewertung der Anleihe. Die Break-even-Rate (die Differenz zwischen der Nominal- und der Realrendite) bevorzugen wir als Methode zur Ermittlung dieses Wertes.

### Abbildung 1

$$\text{Nominalrenditen} = \text{Realrenditen} + \text{erwartete Inflation} + \text{Inflationsrisikoprämie}$$

10-jährige Staatsanleihen					
	Übliche Rendite (%)	=	Indexgebundene Rendite (%)	+	Break-even-Inflation (%)
US	3,40	=	1,74	+	1,66
EUR*	2,77	=	1,15	+	1,62
UK	3,56	=	0,94	+	2,62
JPY	1,31	=	2,53	+	-1,22

### Break-even-Inflation

- Break-even-Inflation muss gemessen werden an**
- Volkswirtschaftlichem Inflationsausblick
  - Zentralbankmandaten
  - historischen Erfahrungen
  - volkswirtschaftlichen Erwartungen

Quelle: Schroders, Bloomberg 31. August 2009  
 \*Basiert auf DBRI 1,5% 4/2016 & DBR 3,5 4/2016.

Absolut gesehen lassen diese Zahlen, vor allem für die USA und Japan, auf einen längeren Zeitraum mit unterdurchschnittlicher Inflation schließen. Im Vergleich zu den Erwartungen des Teams von Schroders (vgl. Abb. 2) erscheinen solche Werte anomal und bieten unserer Meinung nach wichtige Bewertungsmöglichkeiten. Eine Erklärung, die die Fachleute für die Divergenz haben, ist die relativ niedrige Liquidität im Universum der inflationsgebundenen Anleihen. Bedenken dieser Art trugen sicher zum dramatischen Ausverkauf in dieser Anlageklasse nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers bei, als Anleger alles verkauften, was keine kurzfristige nominale Staatsanleihe war. Ein großer Teil dieser Liquiditätsprämie ist jedoch jetzt abgebaut, da die Risikofreude der Anleger wieder gestiegen ist. Für alle, die annehmen, dass es künftig eine höhere Inflation geben wird, bieten die derzeitigen Kurse weiterhin erhebliche Bewertungsmöglichkeiten im Vergleich zu nominalen Staatsanleihen, deren Renditen ein mehrjähriges Tief erreicht haben.

**Abbildung 2**

Inflationsausblick											
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	10 Jahre annualisiert (2009–2018)
<b>USA</b>	0,4	2,0	1,6	2,3	2,6	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0
<b>GB</b>	-0,7	1,9	1,6	2,2	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	1,9
<b>Eurozone</b>	0,7	1,3	0,6	1,0	1,5	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,4

*Die Argumentation hinter dem Ausblick des volkswirtschaftlichen Teams von Schroders*

*2009 sinkt die Inflation stark infolge der Kombination aus einer großen Produktionslücke und niedrigen Energiepreisen. Die Inflation wird 2010 wieder anziehen, wenn die jüngsten Anstiege der Rohstoffpreise zum Tragen kommen. Die Kerninflationsrate (ohne Energie- und Lebensmittelpreise) bleibt jedoch niedrig, da langsames Wachstum eher für Flaute sorgt und die Preise dadurch unter Druck geraten. Es gibt wahrscheinlich weiterhin einen starken deflationären Druck, da die Produktionslücke aufgrund der unterdurchschnittlichen globalen Erholung kaum geschlossen werden kann. Dagegen stehen aber eine relativ lockere Geldpolitik und voraussichtlich höherer Rohstoffpreise, worin die wachsende Bedeutung der Schwellenländer für die weltweite Nachfrage zum Ausdruck kommt.*

Quelle: Schroders.

**Warum wir mit einer höheren Inflation rechnen**

Wir sind ebenfalls der Meinung, dass der deflationäre Druck kurzfristig bestehen bleibt. Auch die Kerninflationsrate sollte unter Druck geraten, weil das Wachstum in der Erholungsphase bislang unterdurchschnittlich war. Aber man sollte nicht vergessen, dass sich der Preis inflationsgebundener Anleihen nach der zukünftigen und nicht nach der jetzigen Inflation richtet.

Auf längere Sicht gehen wir davon aus, dass sich die weltweiten geld- und steuerpolitischen Maßnahmen der vergangenen zwölf Monate schließlich inflationär auswirken werden. Sie sind in ihrer Zahl und beabsichtigten Stimulanzwirkung ohne Beispiel. Die von den Regierungen der USA und Großbritanniens aufgelegten „Quantitative Easing“-Programme haben die Zinssätze auf null schrumpfen lassen – beide Länder gehören zu den größten Emittenten inflationsgebundener Anleihen. Und dazu kommen noch ebenfalls aggressive fiskalische Anreizpakete.

Zwölf Monate nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers ist der Entschuldungsprozess bei weitem noch nicht abgeschlossen; die staatlichen Maßnahmen haben die Haftung effektiv vom privaten auf den öffentlichen Sektor übertragen. Die Regierungen der westlichen Länder sehen sich deshalb nun mit Nominalschulden in enormer Höhe konfrontiert und haben einige äußerst schwierige Entscheidungen zu treffen: entweder die Ausgaben zu senken und die Schulden zurückzuzahlen oder – was umstrittener, aber vielleicht politisch eher sinnvoll ist – die Schulden durch Inflation abzubauen.

Unserer Ansicht nach sind die Maßnahmen der Regierungen dazu angetan, eine strukturell höhere Inflation zu schaffen, die zur Senkung der Schuldenlast beiträgt und die Auswirkungen von starken Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen dämpft. Laut einer von der Société Générale kürzlich herausgegebenen Studie würde eine jährliche Inflationsrate von 4 Prozent über zehn Jahre hinweg bis zum Jahr 2020 die nominale Schuldenlast um ein Drittel reduzieren.

**Abbildung 3****Auswirkung von 4% Inflation auf Haushaltsdefizite**

	2010–2020e					
	Verschuldung 2010e			Verschuldung 2020e		
	Inflation bei 4%					
	Privat- haushalte	Unter- nehmen	Öffentliche Hand	Privat- haushalte	Unter- nehmen	Öffentliche Hand
US	97,3	78,1	97,5	65,7	52,7	65,9
GB	64,3	33,4	81,7	43,4	22,6	55,2
Schweden	65,3	47,6	38,0	44,1	32,1	25,7
Norwegen	102,2	58,2	57,0	69,1	39,3	38,5
EWU	53,8	53,2	83,8	36,4	35,9	56,6
Frankreich	46,8	38,8	86,0	31,6	26,2	58,1
Spanien	82,4	88,8	62,3	55,7	60,0	42,1
Italien	29,6	55,2	86,0	20,0	37,3	58,1
Deutschland	61,2	41,0	78,7	41,3	27,7	53,2
Japan	66,6	72,0	177,0	45,0	48,6	119,6

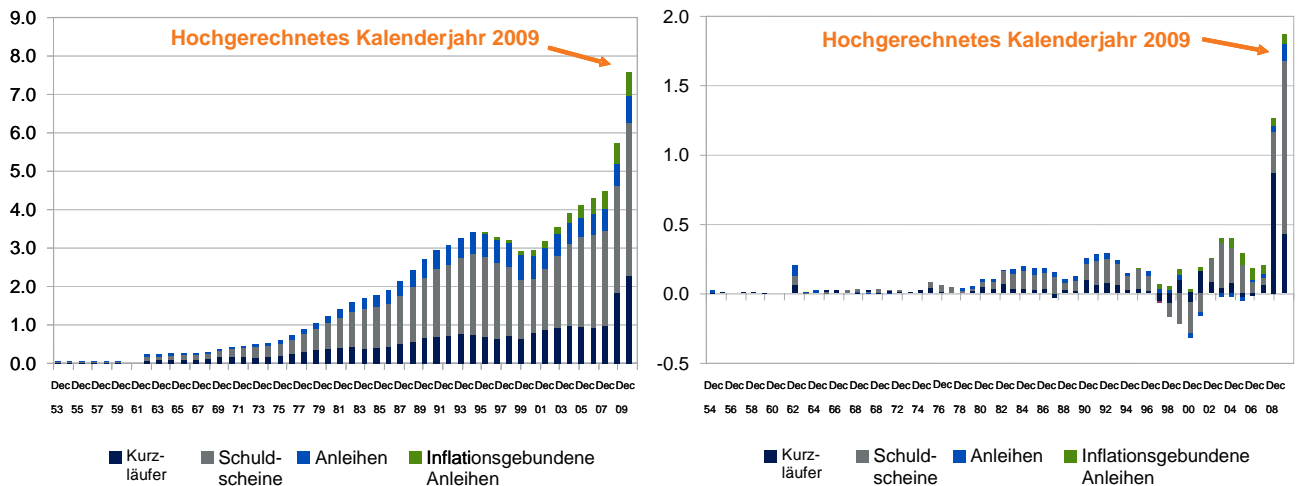
Quelle: Société Générale.

Anstieg privater Schulden entsprechend dem Anstieg des realen BIP (stabile Schuldenwerte gegen Reallöhne). Ohne demografische Kosten für den öffentlichen Sektor.

Natürlich kann eine höhere Inflation für Regierungen, die vor sehr schwierigen und unliebsamen Entscheidungen stehen, eine verlockende Alternative sein. Das Begeben von Staatsanleihen stützt sicherlich unsere Sicht, dass sich die Regierungen auf ein solches Ergebnis vorbereiten, sofern sie es nicht ohnehin beabsichtigen. Als Emittenten öffentlicher Anleihen sind Staaten verpflichtet, für den Steuerzahler den bestmöglichen Wert zu erzielen. So setzte das japanische Finanzministerium die Emission japanischer inflationsgeschützter Wertpapiere (Linker) wegen der hohen Kosten aus, die dem Steuerzahler entstanden wären angesichts der extremen Bewertungen von Anfang 2009. Wir halten es nicht für einen Zufall, dass Staatsanleihen weiterhin stark auf Nominalschulden ausgerichtet sind; das Begeben inflationsgebundener Anleihen ist weitgehend unverändert geblieben. Es ist zwar richtig, dass das amerikanische Finanzministerium für das nächste Jahr plant, die Emission seiner inflationsgebundenen Anleihen auszuweiten. Jedoch ist dies im Zusammenhang mit der Anzahl der dann fälligen Tilgungen zu sehen. Ab dem nächsten Jahr werden statt einem, wie bisher üblich, zwei TIPS (Treasury Inflation Protected Securities) getilgt werden. Wenn das derzeitige Anleihevolumen nicht erhöht wird, wird das Nettovolumen von TIPS-Neuemissionen stark schrumpfen.

Abbildung 4

Hochgerechnetes Ausgabevolumen



Quelle: Congressional Budget Office (CBO), US Treasury, Treasury Borrowing Advisory Committee (TBAC) und Schroders Prognosen basierend auf ~1,85 Billionen \$ Defizit (CBO-Schätzung) für das Finanzjahr 2009 und hypothetische Aufschlüsselung (Schätzung).

Während der Ausblick für Emissionen ja weitgehend konstant bleibt, wird die Nachfrage nach inflationsgebundenen Anleihen wahrscheinlich in den nächsten Jahren das Angebot übersteigen. Diese Kombination aus Angebot/Nachfrage-Ungleichgewicht, strukturell höherer Inflation und derzeitigen Bewertungsmöglichkeiten sollte sich in den nächsten Jahren positiv auf inflationsgebundene Anleihen auswirken, wobei zu erwarten ist, dass sich diese besser entwickeln werden als nominale Staatsanleihen.

Die Regierungen haben eine starke Motivation, ihre Schulden durch Inflation abzubauen. Darum gehen wir davon aus, dass die globale Zentralbankpolitik der Inflation gegenüber passiver werden wird. Sie wird von der relativ neuen Idee des Inflationsziels abrücken in Richtung auf eine breiter angelegte Strategie, die die Asset-Preise und die Wirtschaft insgesamt mit berücksichtigt. Das Inflationsziel würde faktisch weniger wichtig werden. Deshalb sind inflationsgebundene Anleihen attraktiver als Nominalanleihen, denn sie weisen eine höhere Wertsteigerung auf als diese. Dagegen erwarten wir keine aggressive Straffung der Geldpolitik, die sich auf die Realrenditen der Anleihen negativ auswirken würde. Der Zufluss aus der Inflationskomponente wird dem Sektor starke Erträge sichern. Wenn wir uns irren und die Zinsen steigen, um eine höhere Inflation auszugleichen, sollte der inflationsbedingte Zufluss immer noch dafür sorgen, dass sich inflationsgebundene Anleihen besser entwickeln als nominale Staatsanleihen.

**Nick Gartside und Mike Tolcher**  
 28. September 2009

**Schroder ISF Global Inflation Linked Bond**  
 ISIN (KI. A, EUR, thes.): LU0180781048

**Wichtiger Hinweis:**

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von Nick Gartside, Head of Global Fixed Income, und Mike Tolcher, Schroders Fixed Income Team, und stellen nicht notwendigerweise die Ansicht von Schroder Investment Management dar. Nur für professionelle Anleger und Berater. Dieses Dokument ist nicht für Privatkunden geeignet.

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Die hier enthaltenen Informationen werden als zuverlässig angesehen, aber Schroders Investment Management Ltd (SIM) gewährleistet nicht deren Vollständigkeit oder Richtigkeit. Dies ist kein Ausschluss und keine Beschränkung der Verpflichtung oder Haftung, die SIM gemäß dem Financial Services Markets Act 2000 (in seiner gültigen Fassung) oder einer anderen Gesetzgebung gegenüber seinen Kunden hat. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen.

Herausgegeben von Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Zugelassen und unter der Aufsicht der Financial Services Authority.