

Inflationsderivate – Schutz der tatsächlichen Renditen

Die hohe und weiter steigende Inflation droht, nominelle Renditen auszuhöhlen und die Kaufkraft zu schwächen. Verständlicherweise suchen europäische Investoren bei globalen Investmentbanken Unterstützung, um sich gegen Inflationsrisiken abzusichern und ihre tatsächlichen Renditen zu schützen. Währenddessen lassen hohe angedeutete Markterwartungen (Break-Even) im Vergleich mit Inflationsdurchschnitten von fünf und zehn Jahren vermuten, dass Inflationsemissionen attraktiv sind, besonders im Zusammenhang mit einer zinsaggressiven EZB mit einem offiziellen Ziel von zwei Prozent (Abbildung 1).

Wachsender Markt für inflationsexponierte Anleihen

Während Deutschland erst 2006 mit dem Start seiner ersten Bundesanleihe mit Inflationsschutz, die an den Eurozonen-HICP gebunden ist, am Inflationmarkt aktiv wurde, hatte sich die Begeisterung von Emittenten und Investoren für inflationsexponierte Produkte bereits seit vielen Jahren entwickelt. Großbritanniens Debt Management Office hat seine erste inflationsexponierte Anleihe (ILB) bereits 1981 emittiert. Heute sind alle G7-Staaten „aktive“ Emittenten von staatlichen inflationsexponierten Anleihen auf Indizes einschließlich UK RPI, US CPI, Euro HICP, Frankreichs CPI, Japans CPI und Kanadas CPI. 1998 emittierte die Agence France Trésor die FRF ILBs, 2001 folgten Anleihen, die an die Inflation des Euro HICPs gebunden sind. Der Betrag staatlicher herausragender europäischer ILB hat vor kurzem 250 Milliarden Euro überschritten und wächst weiterhin um 20 Prozent pro Jahr.

Die Steigerung der Emissionen von inflationsexponierten Anleihen hat die starke

und schnelle Entwicklung eines Markts für Inflationsderivate vorangetrieben. Inflationsexponierte Anleger haben bald entdeckt, dass sie maßgeschneiderte Strukturen nutzen können, um ihr Inflationsrisiko effektiver zu verwalten. Europa hat weltweit den liquidesten Markt für Inflationsderivate, der die größte Bandbreite an Produkten mit Swap-Märkten für binnenländische Indizes, einschließlich dem deutschen CPI, Inflations- und Hybridproduktoptionen bietet. Der Umsatz der ILB der Eurozone liegt gegenwärtig bei über 80 Milliarden Euro im Monat; für Inflationsswaps sind es etwa 40 Milliarden Euro.

Verschiedene Entwicklungen haben die Nachfrage für inflationsexponierte Produkte in die Höhe getrieben. Beispielsweise

Shahid Ladha, Inflation Strategist, Ashley Parker, Corporate Risk Management, beide BNP Paribas, London, und Joachim von Schorlemer, Country Head BNP Paribas Germany, Frankfurt am Main

In Deutschland haben sich an die Inflation gekoppelte Produkte zwar etwas langsamer etabliert als in anderen Ländern, aber inzwischen registrieren die Autoren alle G7-Länder als aktive Emittenten von staatlichen inflationsexponierten Anleihen auf Indizes. Und die entsprechenden Wachstumsraten schätzen sie mit jährlich 20 Prozent überaus optimistisch ein. Als günstige Rahmenbedingungen sehen sie speziell für Deutschland die Lockerung der gesetzlichen Vorgaben im Jahre 2003 und für Europa allgemein die wachsende demografische Unsicherheit, verbunden mit der Einsicht in die Notwendigkeit von Reformen der Lebens- und Rentenversicherungen sowie Änderungen der relevanten Rechnungslegungsvorschriften im Zuge von IFRS. (Red.)

haben die deutschen Behörden 2003 die Beschränkung der Verknüpfung von Verbindlichkeiten mit der Inflation aufgehoben. Ungefähr zur selben Zeit wurden als Reaktion auf die fallenden Aktienmärkte und steigende demografische Unsicherheit Reformen der Lebensversicherungen und Rentenversicherungen in ganz Europa eingeführt. Dies beeinflusste grundlegend die Investitionsstrategien der Fonds mit langfristigen Inflationsrisiken, da die Investition in ILB oder die Verwendung von Inflationsderivaten eine starke Absicherung ihrer Verbindlichkeiten bietet.

Buchhaltungsreformen wie IAS 19 und 39, durch die Rentenkassendefizite auf ihre Bilanz übergegangen sind und die weitere Nachfrage für inflationsexponierte Investitionen vorangetrieben haben, haben Unternehmen dazu gezwungen, eine bessere Übereinstimmung von Aktiva und Passiva und niedrigere Risikoprofile sicherzustellen. In Großbritannien müssen Rentenkassenverbindlichkeiten über reale Sätze diskontiert werden, während in den Niederlanden die Indexierung progressiv verläuft. Außerdem haben einige Produkte, wie etwa französische Sparbücher, einen inflationsexponierten Ertrag und machen somit Inflationssicherungen für die Kontenanbieter erforderlich (Abbildung 2).

Wahrung der Kaufkraft

Für Investoren bieten inflationsexponierte Produkte reale Einnahmen und bewahren die Kaufkraft des Kapitals, das sie investieren. Sie sind außerdem starke Streuungsmittel, die in den letzten Jahren hohe Einnahmen mit niedrigen Preisschwankungen erbracht haben, wodurch sie die effiziente Grenze für optimale Portfoliozuweisung verbessert haben und gleichzeitig Möglichkeiten boten, den Portfolios kurzfristige Alpha hinzuzufügen. Historisch gesehen

Abbildung 1: Kopfzeilen-Inflationsraten in der Eurozone, Deutschland, den USA und Großbritannien

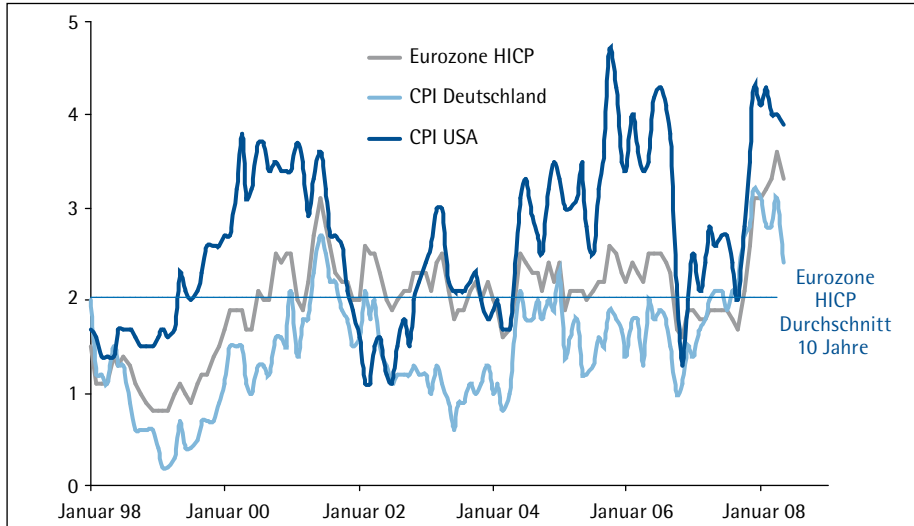


Abbildung 2: Durchschnittlicher monatlicher Umsatz für Inflationsanleihen US, Euro/FRF und GB (geglättet)

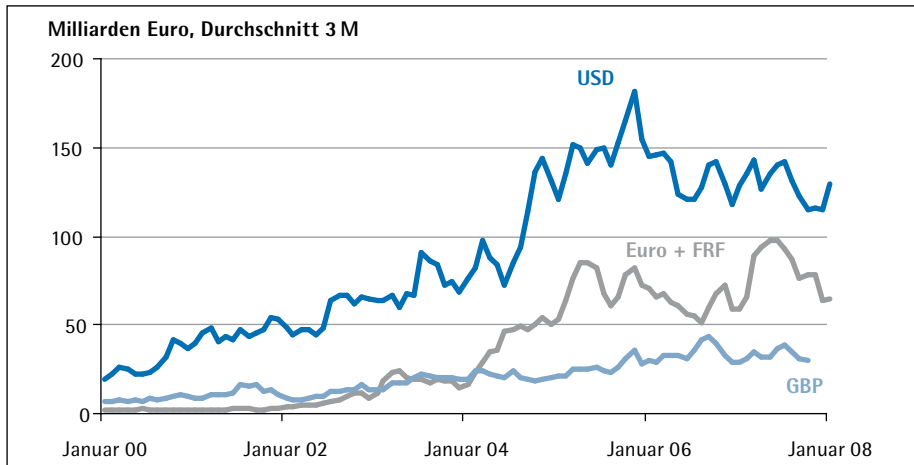
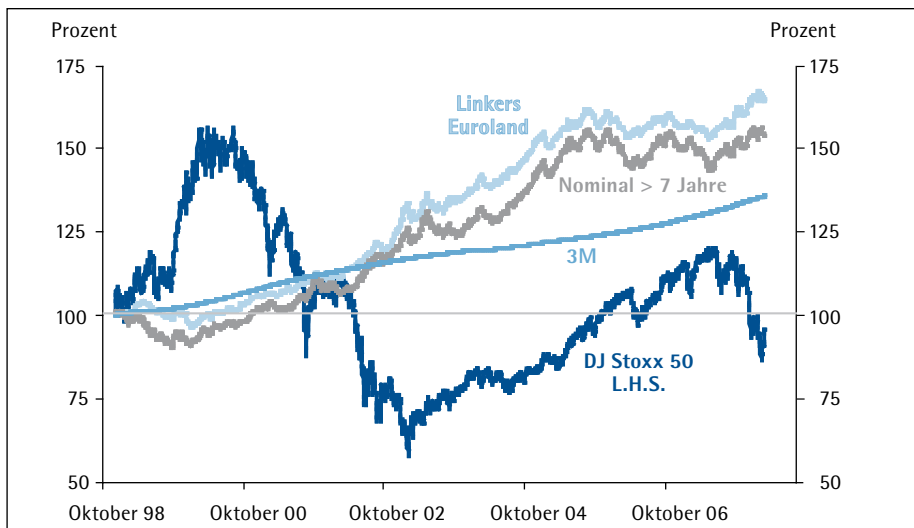


Abbildung 3: Durchschnittliche Erträge der ILBs verglichen mit anderen Aktivklassen



waren Rentenfonds große Käufer von ILB, aber sie wenden mehr und mehr ihre Aufmerksamkeit inflationsindexierten Swaps zu, die eine bessere Anpassung des Passivprofils ermöglichen. Eine erhöhte Liquidität hat erhebliche Aktivzuordnungsprogramme und die Entwicklung von dezidierten Inflationsfonds ermöglicht (Abbildung 3).

Schuldenstruktur optimieren

ILBs emittieren oder Inflation bezahlen ist aus mehreren Gründen attraktiv für Emittenten, ob sie nun staatliche Behörden oder Unternehmen sind. Zum einen erlaubt es Emittenten, die Inflationsrisiken in ihrer Bilanz zu neutralisieren, indem sie Cash-Flows, die mit Inflation verbunden sind (zum Beispiel Steuereinnahmen, Empfang von Waren), gegen inflationsindexierte Passiva aufrechnen können.

Inflation zu emittieren, ermöglicht den Emittenten auch, ihre Schuldenstruktur zu optimieren und ihre Investorenbasis breiter aufzustellen. Angenommen ein Vermögensverwaltungsunternehmen will sein Inflationsrisiko schützen, das aus inflationsgebundenen Mietzahlungen entsteht. Nimmt es an einem Swap teil, bei dem es Inflation zahlt und einen festen Satz erhält, kann der Objektverwalter sein implizites langfristiges Inflationsrisiko für die Dauer des Vertrags festsetzen.

Vergleichbar mit der Verbesserung der potenziellen risikoangepassten Investorenrenditen durch Portfoliosteuerung mittels ILBs, stellen inflationsindexierte Emissionen eine Verbesserung für das Schuldenportfolio eines Unternehmens dar.

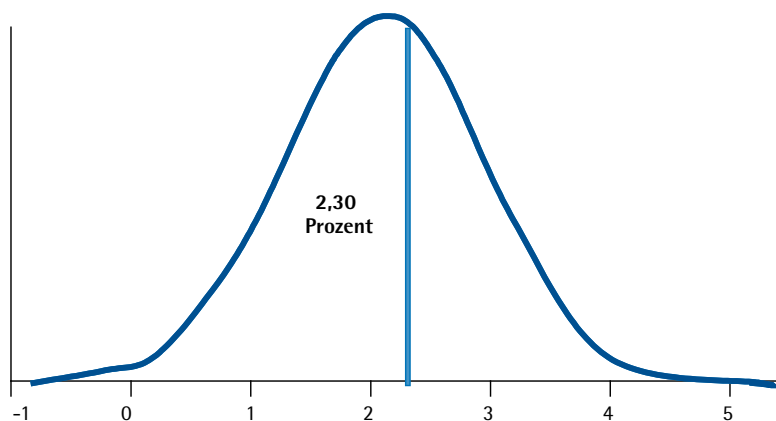
Eine Analyse des Break-Even-Niveaus im Vergleich zu einer statistischen/wahrscheinlichen Verteilung der Inflation, zeigt eine fast 40-prozentige Wahrscheinlichkeit, dass die realisierte Inflation (im Lauf der nächsten zehn Jahre) das aktuelle Niveau des zehnjährigen Break-Evens (gegenwärtig etwa 2,30 Prozent) weit übersteigen wird.

In der Theorie heißt das: Angesichts dieser 40-prozentigen Chance, dass der ILB bei einer normalen jährlichen Verteilung für HICP mehr als die nominelle Anleihe über zehn Jahre einbringen wird, sollten rationale Investoren 40 Prozent eines Anleihenportfolios in ILBs investieren. Ein

Abbildung 4: Vergleich von realisierter Inflation und Break-Even

Euro	IBE	Prozent (Durchschnittliche Inflation) > IBE			N (2,2; 0,4)
		Letzte 5 Jahre	Letzte 10 Jahre	Letzte 20 Jahre	
Durchschnitt 5 Jahre	2,30	0	0	48	40
Durchschnitt 10 Jahre	2,30	0	29	65	40
Durchschnitt 30 Jahre	2,45	100	100	100	27

Wahrscheinlichkeit (Euro HCPIx > 10 Jahre IBE) = Wahrscheinlichkeit
(CPI > 2,30 Prozent) = 40 Prozent



Emittent sollte unter diesen Annahmen 70 Prozent der Schulden als Inflation emittieren. In der Praxis könnten Liquidität oder Marktgröße diese Risikogröße im Gesamtumfang beschränken. Mindestens fünf Prozent Inflationsrisiko in Investoren- und Emittentenschuldportfolios zu haben, ist nicht nur folgerichtig, sondern zwingend (Abbildung 4).

Firmeninflationmarkt

Das Potenzial für weiteres Wachstum wird besonders im Firmenmarkt deutlich, auf dem es in Europa bisher wenig Emissionen gab und der weniger liquide ist. In Großbritannien gab es die meisten nicht-staatlichen inflationsindexierten Emissionen, in erster Linie von Versorgungsunternehmen und privaten Finanzierungsinitiativen. BNP Paribas war dabei federführend bei einem 30-jährigen indexangepassten Anleihenangebot über 175 Millionen Pfund von Tesco, der größten Lebensmittelkette in Großbritannien, das auf große Nach-

frage von Investitionsmanagern, Versicherern und Rentenfonds in Großbritannien stieß.

In Italien emittierte Terna ebenfalls unter Federführung von BNP Paribas die erste Euroanleihe in Benchmark-Größe mit Verbindung zur Inflation. Der maßgeschneiderte, natürliche Schutz von 500 Millionen Euro erlaubte es dem Unternehmen, Gewinne und Verluste sowie Bilanzprofile zu stabilisieren. Bisher ist das französische Versorgungsunternehmen Veolia das einzige Unternehmen, das eine Anleihe emittiert hat, die an die europäische Inflation gekoppelt ist.

Der Inflationmarkt bietet zahlreiche Möglichkeiten für Investoren und Emittenten, ihr Inflationsrisiko zu kontrollieren. Gerade jetzt, da der sich andeutende Preisanstieg in Deutschland und Europa Bedenken bei den Marktteilnehmern hervorruft, sollte dieser rasant expandierende Markt weiter sondiert werden.

Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen



Verlag und Redaktion:

Verlag Fritz Knapp GmbH
Aschaffener Str. 19, 60599 Frankfurt,
Postfach 11 11 51, 60046 Frankfurt.

Telefon: (0 69) 97 08 33 - 0, Telefax: (0 69) 7 07 84 00
E-Mail: red.zfgk@kreditwesens.de
Internet: www.kreditwesens.de

Herausgeber: Klaus-Friedrich Otto

Chefredaktion: Dr. Berthold Morschhäuser,
Philipp Otto

Redaktion: Swantje Benkelberg, Lars Haugwitz,
Alexander Hofmann, Barbara Stauch, Frankfurt
am Main

Redaktionssekretariat: Anja Oehrl

Die mit Namen versehenen Beiträge geben nicht immer die Meinung der Redaktion wieder. Bei unverlangt eingesandten Manuskripten ist anzugeben, ob dieser oder ein ähnlicher Beitrag bereits einer anderen Zeitschrift angeboten worden ist. Beiträge werden nur zur Alleinveröffentlichung angenommen.

Die Zeitschrift und alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig.

Manuskripte: Mit der Annahme eines Manuskripts zur Veröffentlichung erwirbt der Verlag vom Autor das ausschließliche Verlagsrecht sowie das Recht zur Einspeicherung in eine Datenbank und zur weiteren Vervielfältigung zu gewerblichen Zwecken in jedem technisch möglichen Verfahren. Die vollständige Fassung der Redaktionsrichtlinien finden Sie unter www.kreditwesens.de.

Verlagsleitung: Uwe Cappel

Anzeigenleitung: Ralf Werner, Tel. (0 69) 97 08 33-43

Anzeigendisposition:
Anne Guckes, Tel. (0 69) 97 08 33-26,
sämtl. Frankfurt am Main, Aschaffener Str. 19.

Zurzeit ist die Anzeigenpreisliste Nr. 50 vom 1.1.2008 gültig.

Zitierweise: KREDITWESEN

Erscheinungsweise: am 1. und 15. jeden Monats.

Bezugsbedingungen: Abonnementspreise incl. MwSt. und Versandkosten: jährlich € 394,32, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 202,32, 1/4-jährlich € 103,38. Ausland: jährlich € 408,96. Preis des Einzelheftes € 17,90 (zuzügl. Versandkosten).

Bestandteil des Abonnements ist eine 4-mal jährlich erscheinende Ergänzungsausgabe (Supplement) „Technik - IT für Finanzdienstleister“.

Verbundabonnement mit der Zeitschrift »bank und markt«: € 618,48, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 322,44, 1/4-jährlich € 169,32. Ausland: jährlich € 634,80.

Studenten: 50% Ermäßigung (auf Grundpreis).

Der Bezugszeitraum gilt jeweils für ein Jahr. Er verlängert sich automatisch um ein weiteres Jahr, wenn nicht einen Monat vor Ablauf dieses Zeitraumes eine schriftliche Abbestellung vorliegt. Bestellungen direkt an den Verlag oder an den Buchhandel.

Bei Nichterscheinen ohne Verschulden des Verlags oder infolge höherer Gewalt entfallen alle Ansprüche.

Bankverbindung: Landesbank Hessen-Thüringen - Girozentrale - 10 555 001 (BLZ 500 500 00), Frankfurt am Main.

Druck: Druckerei Hassmüller Graphische Betriebe GmbH & Co. KG, Königsberger Str. 4, 60487 Frankfurt am Main.

ISSN 0341-4019

