

## ZINSKURVEN ALS ANLAGEOPPORTUNITÄT

Seit Ausbruch der Finanzkrise betreiben die grossen Zentralbanken der Welt eine noch nie dagewesene expansive Geldpolitik. Das hat seit den 80er Jahren andauernden Trend fallender Zinsen weiteren Schub verliehen und die Nominalzinsen auf rekordtiefe Niveaus gedrückt, wobei die weltweiten Zinsunterschiede zum Teil erheblich sind. Grafik 1 zeigt einen Vergleich ausgewählter Zinsen per Ende November 2017. Zum einen fällt auf, dass die USD Zinskurve deutlich höher ist als die anderen Zinskurven. Zum anderen ist insbesondere die JPY Zinskurve deutlich flacher (speziell bis 12 Jahre). So sind die USD Zinsen knapp 2% (auf 5 Jahre) höher als die JPY Zinsen. Ein wesentlicher Teil kann durch die Fisher-Gleichung erklärt werden. Vereinfacht ausgedrückt sind demnach die Nominalzinsen das Ergebnis aus den Realzinsen plus der erwarteten Inflation. Da die erwartete Inflation in den USA rund 1.5% über dem erwarteten Preisanstieg in Japan liegt, ist dadurch schon ein grosser Teil des Zinsunterschieds erklärt. Ein weiteres Element, welches den Zinsunterschied begründet, sind die unterschiedlichen Laufzeitenprämien, welche aufgrund des jeweiligen Geldangebots (Sparkapital) und der jeweiligen Geldnachfrage (Schulden/Darlehen) bestimmt werden. Für eine 10-jährige JPY Obligation wird beispielsweise nicht wesentlich mehr bezahlt als für eine Obligation am kurzen Ende. Das heisst, es wird keine grosse Maturitätsprämie bezahlt. Für USD Obligation ist die Kurve steiler, womit der Aufschlag für längere Laufzeiten grösser ist.



**Daniel Hannemann**  
Head of Fixed Income  
Executive Vice President



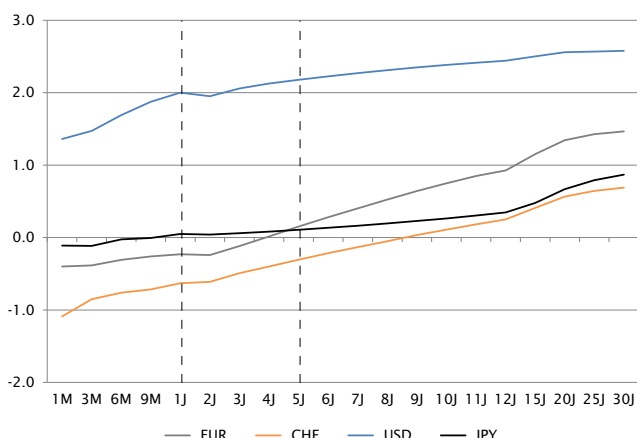
**Sacha Bernasconi**  
Portfolio Manager

Für Investoren stellt sich natürlich die Frage, inwiefern solche Zinsunterschiede (ohne Währungsrisiko) Anlageopportunitäten darstellen. Nachfolgende Beispiele sollen uns eine Antwort liefern, wobei wir explizit auf den Einbezug der Schuldnerisikoprämie verzichten, die Prämie, welche den Investor für das Ausfallrisiko entschädigt.

Nehmen wir zunächst an, eine Schweizer Pensionskasse (PK) investiert für 1 Jahr in eine USD Obligation. Dafür erhält sie, wie in Grafik 1 ablesbar, rund 2% Zins in USD. Bei Endfälligkeit erhält die PK den investierten Betrag inklusive Zins zurück. Wir gehen zudem davon aus, dass die PK das Wechselkursrisiko absichert. Daher verkauft sie den Rückzahlungsbetrag inklusive Zins in USD auf Termin gegen CHF. Der heute fixierte Wechselkurs auf 1 Jahr (Terminverkauf) beträgt 95.7 Rappen pro USD gegenüber dem heutigen Wechselkurs (Kassageschäft) von 98.4 Rappen pro USD. Dies entspricht einer jährlichen „USD-Abwertung“ von rund 2.7%. Somit bleibt in CHF ausgedrückt ein Ertrag von rund -0.7%. Hätte die PK direkt in eine CHF Obligation investiert, wäre die Rendite ebenfalls rund -0.7% (siehe Grafik 1). Von diesem vereinfachten Beispiel lässt sich ableiten, dass eine Fremdwährungsobligationenanlage, welche fristengerecht gegen Währungsrisiken abgesichert wird, kein Mehrertrag zu erwarten ist und entsprechend keine Anlageopportunität verglichen mit einer CHF Obligationenanlage darstellt.

In der Praxis wird eine Währungsabsicherung i.d.R. nicht fristengerecht vorgenommen sondern über einen Horizont von einem bis mehreren Monat(en). Folglich ist die Währungsabsicherung nicht 100%-ig laufzeitenkongruent, es besteht ein Risiko bzw. eine Chance, dass die zukünftigen (rollen der auslaufenden) Terminverkäufe (welche auf den Zinsunterschieden basieren) zu schlechteren bzw. besseren Konditionen abgeschlossen werden. Der resultierende Ertrag ist von vornherein nicht bekannt, vielmehr hängt er von den zukünftigen Bewegungen der betroffenen Zinskurven (in unserem Beispiel USD und CHF) ab. Dies soll im nächsten, vereinfachten Beispiel dargestellt werden.

**Grafik 1: Nominalzinsen (Mid-Zinssätze)**



Quelle: Bloomberg

Stand der Daten 30. November 2017

**Hinweis:** Die Zinskurven basieren für die Laufzeiten bis 1 Jahr auf den Depositenzinsen. Für Laufzeiten über 1 Jahr basieren die Zinskurven auf den Swap-Zinssätzen. Bei einem Swap-Zinssatz vereinbaren zwei Parteien, zukünftige Zinszahlungen für einen bestimmten Nominalbetrag auszutauschen. Eine Partei bezahlt einen fixierten Zinssatz (entspricht den Zinssätzen ab 1 Jahr in der Grafik), die andere Partei bezahlt einen variablen Zinssatz, welcher sich an einem Referenzzinssatz im Interbankgeschäft orientiert (i.d.R. 3 oder 6 Monate) und sich über die Vertragslaufzeit entsprechend ändert.

Wir gehen davon aus, dass unsere PK wiederum in eine USD Obligation investiert, jedoch in eine mit einer Laufzeit von 5 Jahren, welche rund 2.5% mehr rentiert als eine vergleichbare Obligation in CHF (2.2% versus -0.3%, siehe Grafik 1). Die Währungsabsicherung wird hingegen nur auf einen Monat getätigt. Aufgrund der Zinsdifferenz auf einen Monat von rund 2.4% („Währungsabsicherungskosten“ p.a.), resultiert ein laufender Mehrwert („Carry“) von rund 0.1% p.a, d.h. rund 0.5% über die ganze Laufzeit. Diese Ausgangslage gilt solange, als dass sich die Zinskurven zueinander nicht verändern. Nachfolgende zwei Szenarien zeigen auf, was passiert, sollten sich die Zinskurven zueinander verändern.

**Szenario A:** Wir unterstellen nun, dass sich die USD Zinskurve einen Monat später etwas abgeflacht hat, sodass die 5-jährige USD Anleihe noch 2.1% rentiert, d.h. die Zinsdifferenz zum CHF noch 2.4% beträgt. Die kurzfristigen Zinsen bleiben dabei unverändert bei -1.1% CHF bzw. 1.3% USD. Diese Zinsbewegung löst für die USD Obligation einen Bewertungsgewinn von rund 0.5% aus (wir unterstellen eine 0% Obligation mit einer Duration von 5 Jahren). Aus der auslaufenden Währungsabsicherung, respektive dem erneuten Absichern auf 1 Monat entsteht keine Wertveränderung. Allerdings ist nun der „Carry“ auf 0% gesunken, da die jährlichen „Absicherungskosten“ der 5-jährigen Zinsdifferenz entspricht. Sollten die Zinsen für die verbleibende Zeit stabil bleiben, würde derselbe Mehrwert über die ganze Laufzeit resultieren, wie wenn nichts passiert wäre. Wäre die Bewegung umgekehrt gewesen, so wäre ein Bewertungsverlust von 0.5% entstanden. Der höhere „Carry“ (0.2%) hätte jedoch diesen Verlust über die verbleibenden Jahre kompensiert.

**Szenario B:** Wiederum unterstellen wir, dass die USD Zinskurve einen Monat später flacher wird, dieses Mal jedoch am kurzen Ende, d.h. der USD 1-Monatssatz steigt auf 1.4%. Diese Zinsbewegung hat keinen Einfluss auf die Bewertung der Obligationen. Hingegen wird die auslaufende Währungsabsicherung zu einer höheren Zinsdifferenz erneuert (2.5% p.a). Wie in Szenario A

ist der „Carry“ nun auf 0% gesunken. Im Gegensatz zu Szenario A ist nun aber der ursprünglich erwartete Mehrertrag von 0.5% über die Laufzeit „verschwunden“, sollten die Zinsen für die verbleibende Zeit stabil bleiben. Wäre die Bewegung umgekehrt gewesen, so wäre ein höherer „Carry“ (0.2%) für die verbleibenden Jahre entstanden, welcher den Ertrag um diesen Wert erhöht hätte.

Hätte man in Szenario A die Währung fristgerecht abgesichert, so wäre der Bewertungsgewinn bzw. -verlust durch die Bewertung des Termingeschäfts kompensiert worden, da diese ebenfalls von den Zinsunterschieden abhängt, der „Carry“ wäre aber vom ersten Tag an 0% gewesen (keine Anlageopportunität verglichen mit CHF Obligationen). In Szenario B hätte die Veränderung keinen Einfluss aufs Portfolio gehabt, da sowohl die Obligation als auch das Termingeschäft unberührt geblieben wären, der „Carry“ wäre aber ebenfalls von Anfang an 0% gewesen.

Die eingangs gestellte Frage, ob unterschiedliche Zinskurven eine Anlageopportunität darstellen, kann klar mit einem „Ja“ beantwortet werden, vorausgesetzt, die Anlagen werden nicht fristgerecht abgesichert. Ob im Vergleich zu CHF Obligationen daraus ein Gewinn oder ein Verlust entsteht, hängt von den Bewegungen der Zinskurven zueinander (CHF Zinskurve zu FRW Zinskurven) ab.

Weiter können wir festhalten, dass die nicht fristgerecht abgesicherten Fremdwährungsobligationen keinen „echten“ Ersatz für CHF Obligationen darstellen (im Sinne eines Liability Matches), da die Zinsänderungsabhängigkeit nicht dieselbe ist. Währendem die Marktbewertung der CHF Obligationen und der Verpflichtungen direkt von der CHF Zinskurve abhängen, hängt die Bewertung von abgesicherten Fremdwährungsobligationen von mindestens zwei Zinskurven ab.

Somit enden wir diesen Artikel mit der einfachen Feststellung: „There is no free lunch.“