

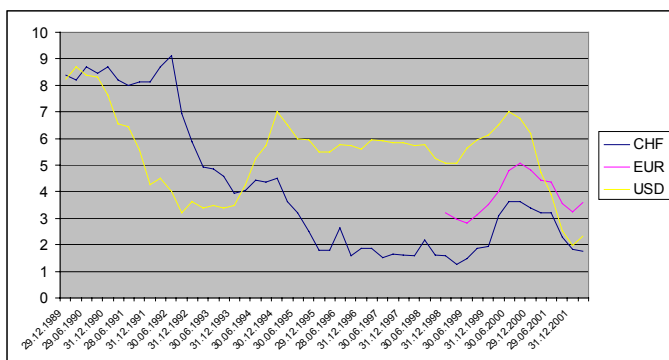
Wege aus der Zinsfalle: Strukturierte Zinsprodukte

- Anleger, die ihr Pulver im Trockenen halten wollen, müssen sich gegenwärtig in allen wichtigen Währungen mit ausgesprochen tiefen Zinsen bei Geldmarktanlagen zufrieden geben. Anlagen in Obligationen erscheinen nur beschränkt als Alternative, da aufgrund der erwarteten konjunkturellen Erholung auf mittlere Frist mit steigenden Renditen gerechnet werden muss. Insbesondere die US-Dollar Zinskurve weist gegenwärtig steil nach oben; ein klares Zeichen, dass der Markt in den nächsten Jahren mit einem deutlichen Anziehen der Geldmarktsätze rechnet. Es gibt gute Gründe davon auszugehen, dass die Markterwartungen den Zinsanstieg überschätzen. Anleger, welche diese Sicht teilen, sollten auf strukturierte Produkte zurückgreifen. Dazu zählen die nachstehend dargestellten, in US-Dollar ausgegebenen, 5-jährigen Reverse Floater und Libor Accrual Notes. Anlagen in diesen Produkten lassen sich vergleichsweise günstig gegen das Dollar-Währungsrisiko absichern. Eine Investition in die nachstehend beschriebenen Produkte kommt einer Erwartungshaltung auf moderat steigende Geldmarktsätze gleich.

Kurzfristige Zinsen nahe historischer Tiefststände

Investoren, die ihre Mittel im Geldmarkt parkieren wollen, müssen sich gegenwärtig mit Renditen zufrieden geben, die alles andere als verlockend sind. Nachdem die amerikanische Notenbank die kurzfristigen Sätze in neun Zinsschritten aggressiv gesenkt hat, befinden sich die US-Geldmarktsätze mit unter 2% nahe den historischen Tiefstständen. Ähnlich unattraktiv sind die Anlagemöglichkeiten im Franken-Geldmarkt. Da vor allem die Exportindustrie unter dem hohen Frankenkurs gegenüber dem Euro leidet und keine inflationären Tendenzen in Sicht sind, befließigt sich die schweizerische Notenbank, die Zinsen weiterhin tief zu halten. Leicht besser sieht es bei den Euro-Zinsen aus, wo immerhin noch Geldmarktsätze von rund 3% erzielt werden können (vgl. Graphik 1). Investoren, die ihr Pulver angesichts unsicherer Aktienmärkte und möglichen Kursverlusten an den Obligationenmärkten im Trockenen halten wollen, stellt sich deshalb die Frage, ob sie weiterhin auf steigende Geldmarktzinsen warten sollen oder ob es alternative Zinsprodukte gibt, mit denen sich bereits heute höhere Zinserträge erzielen lassen.

Graphik 1: historische Geldmarktsätze (6-Monate Libor)



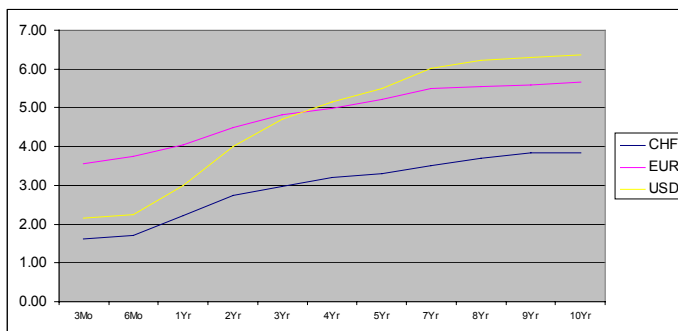
Quelle: Bloomberg

Steile US-Zinskurve

Blickt man auf die aktuellen Zinskurven (vgl. Graphik 2), welche die zukünftigen Markterwartungen bezüglich der Zinsentwicklung beinhalten, lassen sich insbesondere für den Dollar in den nächsten Jahren deutlich steigende Geldmarktsätze erwarten. Ob sich die in der steilen US-Zinskurve zum Ausdruck kommenden Markterwartungen erfüllen, ist allerdings eine andere Frage. Wie sich die Zinsen in Zukunft entwickeln werden, hängt insbesondere mit dem Verlauf der konjunkturellen Erholung und den Veränderungen der Inflationserwartungen zusammen. Zur Zeit mehren sich – bestätigt von den Kommentaren verschiedener US-Notenbanker - die Signale, dass der aktuelle Aufschwung noch auf wackligem Boden steht. Um die konjunkturelle Erholung nicht zu gefährden, wird

die US-Notenbank deshalb mit der ersten Zinserhöhung bis zur zweiten Jahreshälfte zuwarten. Vorerst kaum Handlungsbedarf sieht auch die europäische Zentralbank, zumal die europäische der amerikanischen Konjunktur zeitlich hinterher hinkt.

Graphik 2: aktuelle Zinskurven CHF, USD, EURO



Quelle: Bloomberg

Unterschiedliche Zinsszenarien

Für Anleger, die in Obligationen oder strukturierte Zinsprodukte investieren wollen, stehen aber nicht so sehr der Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung der US-Notenbank, als vielmehr die mittel- und langfristigen makroökonomischen Bedingungen im Vordergrund des Interesses. Denkbar sind insbesondere drei verschiedene Makro-Szenarien mit je unterschiedlichen Auswirkungen auf die mittelfristige Zinsentwicklung:

Szenario 1: Wachstumsschwäche

Dieses Szenario geht davon aus, dass nach einer fast zehnjährigen Phase des Konjunkturaufschwunges grosse Überkapazitäten entstanden sind. Es muss deshalb befürchtet werden, dass angesichts der in zahlreichen Sektoren und Branchen geschaffenen Überkapazitäten die Investitionsschwäche anhält. Der mehrjährige Börsenaufschwung, der im Technologiebereich eine der grössten und in der Zwischenzeit geplatzen Kursblasen auslöste, hat neben dem Investitionsboom auch einen Konsumboom ausgelöst. Da die goldenen Zeiten an den Börsen mittlerweile vorbei sind, werden sich aufgrund des negativen Vermögenseffektes in den nächsten Jahren auch die Konsumausgaben weit moderater entwickeln als in der Boomphase Ende der Neunziger Jahre. Auch wenn für die USA und Europa nicht mit japanischen Verhältnissen gerechnet werden muss, geht dieses Szenario von vergleichsweise tiefen Wachstumsraten, leicht deflationären Tendenzen und anhaltend tiefen Geldmarktsätzen aus (die Wahrscheinlichkeit dieses Szenarios schätzen wir mit ca. 15% ein).

Szenario 2: moderates Wachstum

Dieses Szenario geht davon aus, dass die vorab aus den USA kommenden, grosszügigen geld- und fiskalpolitischen Impulse die Wirtschaft bald wieder auf Trab bringen. Die Überkapazitäten beschränken sich auf einzelne Sektoren, wie beispielsweise die Telekommunikation und ihre Zulieferindustrien. Nachdem der starke Lagerabbau zum Stillstand gekommen ist, dürfte in zahlreichen Branchen die Bereitschaft wachsen, wieder vermehrt Investitionen zu tätigen. Da die Arbeitslosigkeit nicht mehr steigt, bilden die Konsumenten weiterhin eine nachhaltige Stütze der Wirtschaft. Die Bereinigung der Übertreibungen in den High-Tech-Branchen dauert allerdings noch einige Zeit an, da zahlreiche Unternehmen in Zeiten der Hochkonjunktur eine zu hohe Schuldenlast angehäuft haben. Der Aufschwung wird deshalb nur moderat ausfallen, zumal ein Konsumboom nicht ansteht. Dieses Szenario ist mit moderatem Wirtschaftswachstum und stufenweisen Zinserhöhungen verbunden, die gemessen am USD-Liborsatz für 6-monatige Gelder in den nächsten Jahren kaum über 5 bis 6% hinaus gehen dürften (*die Wahrscheinlichkeit dieses Szenarios schätzen wir mit ca. 60% ein*).

Szenario 3: Reinflationierung der Wirtschaft

Dieses Szenario geht davon aus, dass Alan Greenspan die Zinsen zu aggressiv gesenkt und damit bereits den Keim der Inflation gepflanzt hat. Die hohe Liquidität verbunden mit steigenden Erdölpreisen wird unweigerlich die Inflation ankurbeln und spätestens dann zu Preiserhöhungen führen, wenn sich die Konjunktur wieder auf einem stabilen Fundament befindet. In Europa sind es insbesondere die verkrusteten Strukturen am Arbeitsmarkt, welche die Lohn-Preis-Spirale wieder in Gang bringen, sobald die Konjunktur einigermassen Tritt fasst. Die Notenbanken werden sich deshalb schon bald genötigt sehen, die Zinssätze deutlich anzuheben (*die Wahrscheinlichkeit dieses Szenarios schätzen wir mit ca. 25% ein*).

Anleger, die von den Szenarien 1 und 2 ausgehen, finden in den nachfolgend dargestellten Produkten eine attraktive Alternative zu Obligationen und Geldmarktanlagen. Sowohl die Reverse Floater Note wie auch die Libor Accrual Note, die beide auf US-Dollar lauten, nutzen die steile US-Zinskurve.

Produkteidee 1: 5 Year USD Callable Reverse Floater Notes

Schuldner:	CREDIT LYONNAIS
Laufzeit:	5 Jahre
Zinssatz:	1. Jahr 9% 2. Jahr 8% minus 6-Monate Libor 3. Jahr 8,5% minus 6-Monate Libor 4. Jahr 9% minus 6-Monate Libor 5. Jahr 9,5% minus 6-Monate Libor
Währung:	US-Dollar
Ausgabekurs:	100%
Kapitalgarantie:	100%
Zinsperiode:	halbjährlich
Kündigung:	frühestens nach 1 Jahr, danach alle 6 Monate durch Schuldner (kein Kündigungsrecht des Gläubigers)
Liquidität:	täglich

Steigt der 6-Monats Liborsatz weniger stark als den Markterwartungen entsprechend, wird der Schuldner den Reverse Floater nach einem Jahr mit hoher Wahrscheinlichkeit **kündigen**. Der Gläubiger kann in diesem Fall vom hohen, einjährigen Coupon von 9% profitieren. Steigt der Liborsatz dagegen stark an, berechnen sich die Zinssätze in den folgenden Jahren nach der oben dargestellten Formel. Steigt der Liborsatz

beispielsweise auf 3% und wird das Produkt nicht gekündigt, erhält der Gläubiger im 2. Jahr einen Zinssatz von 5% und damit immer noch einen deutlich höheren Satz als bei einer Geldmarktanlage. Lediglich bei einem sehr starken Anstieg des Libor-Geldmarktsatzes erhält der Gläubiger einen Zinssatz der unter den Geldmarktsätzen liegt.

Produkteidee 2: 5 Year USD Libor Accrual Note

Schuldner:	CREDIT LYONNAIS
Laufzeit:	5 Jahre
Zinssatz:	7,5%
Bedingung:	Coupon wird anteilig für jeden Tag ausbezahlt, an dem sich der 6-Monats USD-Liborsatz unterhalb von 6% befindet
Währung:	US-Dollar
Ausgabekurs:	100%
Kapitalgarantie:	100%
Zinsperiode:	halbjährlich
Kündigung:	frühestens nach 3 Jahren, danach alle 6 Monate durch Schuldner (kein Kündigungsrecht des Gläubigers)
Liquidität:	wöchentlich

Auch die Libor Accrual Note lohnt sich für einen Investor vor allem dann, wenn die Zinsen weniger stark ansteigen, als dies der Markt heute erwartet. So lange die 6-Monats Liborsätze unterhalb der Obergrenze von 6% liegen, erhält der Gläubiger einen festen Coupon von 7,5%. Dies zumindest für drei Jahre, da der Schuldner danach das Recht besitzt, die Libor Accrual Note zu **kündigen**. Steigt der massgebliche Liborsatz auf 6% oder höher, erhält der Gläubiger anteilig für die Tage, an denen sich der Satz über dieser Obergrenze befindet, **keinen** Zins. Das Produkt eignet sich deshalb vor allem für Investoren, welche gemäss den Szenarien 1 und 2 mit moderaten Zinserhöhungen rechnen. Anzumerken gilt, dass der 6-Monats USD-Liborsatz in den letzten 10 Jahren nur während 2 kurzen Phasen diese Obergrenze überschritt (vgl. Graphik 1). Höhere Geldmarktsätze waren dabei mit eigentlichen Boomphasen verbunden, während denen sich die US-Notenbank in den Jahren 1994 und 2000 genötigt sah, massiv an der Zinsschraube zu drehen.

Billige Währungsabsicherung

Attraktive Zinskonditionen lassen sich leider nur in Dollar erreichen, da die Zinskurven für den Euro und den Schweizerfranken weit weniger steil verlaufen. Anleger, welche sich die hohen Zinssätze dieser Produkte dennoch nicht entgehen lassen wollen, können das Währungsrisiko vergleichsweise billig absichern. Da die kurzfristigen Zinssätze im Schweizerfranken nicht viel tiefer als im Dollar und die Euro-Sätze gar über dem Dollar liegen, kostet eine Währungsabsicherung mittels Terminkontrakt für Frankenanleger knapp 1% für ein Jahr, während die Absicherung den in Euro kalkulierenden Investoren gar einen kleinen Zusatzertrag beschert.

26. April 2002 / MR