

Fendel, Ralf; Frenkel, Michael

Article — Published Version

Das Pro und Kontra der Einführung inflationsindexierter Staatsanleihen

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Fendel, Ralf; Frenkel, Michael (2004) : Das Pro und Kontra der Einführung inflationsindexierter Staatsanleihen, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 84, Iss. 3, pp. 174-179

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/42265>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Ralf Fendel, Michael Frenkel

Das Pro und Kontra der Einführung inflationsindexierter Staatsanleihen

In den vergangenen Jahren haben sich einige führende Industrieländer für die Einführung inflationsindexierter Staatsanleihen entschieden. Gegenwärtig prüft auch das Bundesfinanzministerium die Einführung inflationsindexierter Staatsanleihen. Was spricht für und was spricht gegen solch ein Finanzierungsinstrument des Staates in Deutschland?

Die USA haben 1997 inflationsindexierte Staatsanleihen eingeführt, Großbritannien 1981 und Kanada 1991. Auch drei Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion führten diese ein: Frankreich begann 1998 mit der Emission, Italien folgte im Jahr 2003 und Griechenland 2004. Aktuell wird auch in Deutschland die Einführung inflationsindexierter Staatsanleihen durch das Bundesfinanzministerium in Zusammenarbeit mit der für das Schuldenmanagement der Bundesrepublik zuständigen Finanzagentur GmbH geprüft.

Wie die herkömmlichen Staatsanleihen gewährleisten auch inflationsindexierte Staatsanleihen Zinszahlungen zu einem festen Termin sowie die Rückzahlung des Grundkapitals am Ende ihrer jeweiligen Laufzeit. Der fundamentale Unterschied zwischen beiden besteht darin, dass diese Zahlungen nicht nominal sondern real fixiert sind. Dies wird dadurch sichergestellt, dass der nominale Ertrag einer inflationsindexierten Staatsanleihe erst ex post auf Basis der sich tatsächlich einstellenden Inflationsrate ermittelt wird. Dadurch erfolgt eine sehr weitgehende Absicherung der Zahlungen gegen inflationäre Prozesse während der Laufzeit der Anleihen. Während bei herkömmlichen Anleihen also der nominale Ertrag sicher und der reale Ertrag hingegen unsicher ist, verhält es sich bei inflationsindexierten Staatsanleihen exakt umgekehrt: der reale Ertrag ist sicher, der nominale Ertrag hingegen unsicher¹.

Das Inflationsrisiko, welches an nominalen Anleihen haftet, erstreckt sich sowohl auf den Käufer der Anleihe (Investor) als auch auf den Emittenten. Da

in den nominalen Zinszahlungen gemäß der Fisher-Relation bereits Inflationserwartungen berücksichtigt sind, ist hierbei von zentraler Bedeutung, wie sich die tatsächliche Inflation in Relation zur erwarteten Inflation entwickelt. Generell gilt, dass in einer Situation, in welcher die Inflationsrate während der Laufzeit der Anleihe geringer als erwartet ausfällt, der Investor unerwartete Gewinne in realen Einheiten erzielt, während der Schuldner der Anleihe unerwartete Verluste in realen Einheiten erleidet, et vice versa. Daher ist eine Verringerung oder gar die Beseitigung des Inflationsrisikos prinzipiell in beiderseitigem Interesse. Ein kurzes Beispiel zu den Implikationen einer nicht-inflationsindexierten Anlage mag dies verdeutlichen. Beträgt die geforderte reale Verzinsung 3% und wird von den Marktteilnehmern eine Inflationsrate von 4% über die Laufzeit erwartet, so wird sich bei Vernachlässigung von Risiken gemäß der Fisher-Relation ein Nominalzins von 7% einstellen. Sollte die tatsächliche Inflationsrate jedoch nur 2% betragen, ergibt sich ein Realzins von 5% und der Schuldner erleidet einen Nachteil. Sollte die Inflationsrate hingegen 8% betragen, ergibt sich ein Realzins von -1%, so dass der Gläubiger einen Nachteil erleidet. Im Unterschied dazu können inflationsindexierte Anleihen das Inflationsrisiko ausschließen.

Wirkung unterschiedlicher Inflationsraten

Um die Wirkungen unterschiedlicher Inflationsraten auf die Zahlungsströme bei einer inflationsindexierten Anleihe aufzuzeigen, ist in Tabelle 1 ein Beispiel verwendet, in dem ein Nennwert von 100 Euro bei einer Realverzinsung von 3% unterstellt wird. Gleichzeitig werden alternative Inflationsraten von 0, 2, 4 und 8% sowie eine 10-jährige Laufzeit der inflationsindexierten Staatsanleihe betrachtet. Die in Tabelle 1 enthaltenen

Prof. Dr. Michael Frenkel, 49, ist Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Makroökonomie und internationale Wirtschaftsbeziehungen, an der WHU Koblenz, Otto-Beisheim-Hochschule; Dr. Ralf Fendel, 35, ist wissenschaftlicher Assistent am selben Lehrstuhl.

¹ Zu einer detaillierten Darstellung der Ausgestaltung inflationsindexierter Anleihen siehe J. Y. Campbell, R.J. Shiller: A Scorecard for Indexed Government Debt, NBER Working Paper Nr. 5587, National Bureau of Economic Research, Cambridge; sowie R. Price: The Rationale and Design of Inflation-Indexed Bonds, Working Paper 97/12, International Monetary Fund, Washington 1997.

Tabelle 1
Reale und nominale Zahlungsströme einer inflationsindexierten 10-Jahres Anleihe bei alternativen Inflationsszenarien
 (in Euro)

| Jahr | Realer Zahlungsstrom bei fixiertem Realzins von 3% und Nennwert von 100 Euro | Nominaler Zahlungsstrom bei alternativer jährlicher Inflationsrate | | | |
|------------------|--|--|--------|--------|--------|
| | | 0% | 2% | 4% | 8% |
| 1 | 3 | 3 | 3,06 | 3,12 | 3,24 |
| 2 | 3 | 3 | 3,12 | 3,24 | 3,50 |
| 3 | 3 | 3 | 3,18 | 3,37 | 3,78 |
| 4 | 3 | 3 | 3,25 | 3,51 | 4,08 |
| ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 10 | 3 | 3 | 3,66 | 4,44 | 6,48 |
| 10 (Rückzahlung) | 100 | 100 | 121,90 | 148,02 | 215,89 |

Zahlungsströme sind die nominalen sowie die realen Kupon- bzw. Rückzahlungsströme. Die nominalen Ströme Z_{nom} ergeben sich dabei aus den mit $(1+\pi)^n$ multiplizierten realen Zahlungsströmen Z_{real} , wobei π die Inflationsrate und n die Anzahl der betrachteten Perioden sind.

Lange Laufzeiten interessant

Bei einer jährlichen Inflationsrate von 0% entsprechen sich reale und nominale Zahlungen. Sollte die jährliche Inflationsrate jedoch größer als null sein, so werden die Auszahlungen ex post so angepasst, dass diese inflationsbereinigt wieder der vereinbarten realen Auszahlung von 3% entsprechen. Das Zahlenbeispiel verdeutlicht zudem, dass der Inflationseffekt ceteris paribus aufgrund von Kumulierungseffekten mit zunehmender Laufzeit bedeutender wird. Daher dürften Finanzmarktteilnehmer besonders bei langen Laufzeiten der Anleihen an der Inflationsindexierung interessiert sein. Bei dieser Form der Anleihe bedarf es nicht der Bildung von Inflationserwartungen zur Sicherung der realen Ströme.

Da es in der Realität mehr als eine Maßgröße für die Inflationsrate gibt, ist bei der Begebung inflationsindexierter Anleihen auch zugleich festzulegen, an welchen Inflationsindex die Anleihe gekoppelt ist. Die beiden wichtigsten Formen sind dabei der Konsumentenpreisindex und der Preisindex des Bruttonationaleinkommens. Da die erste Größe am Konsumverhalten orientiert ist, dürfte diese eher im Interesse der privaten Investoren sein. Die zweite Größe ist näher an der Einkommensentwicklung und damit der Steuerbasis, so dass diese von staatlichen Emittenten eher bevorzugt wird. In den zuvor genannten Ländern wird jedoch in der Regel auf den nationalen Konsumentenpreisindex in Reinform oder in einer bereinigten Form,

Tabelle 2
Charakteristika inflationsindexierter Staatsanleihen in ausgewählten Staaten
 (Stand 2003)

| | USA | Großbritannien | Frankreich | Italien |
|---|---|---|---|--|
| Start der Emissionen | 1997 | 1981 | 1998 | 2003 |
| Anteil am Volumen aller ausstehender Staatsanleihen | 4,4% | 24,8% | 5,6% | 0,6% |
| Laufzeiten | 10 und 30 Jahre | 10 bis 30 Jahre | 10, 12 und 30 Jahre | 5 Jahre |
| Wahl der Indexierung | Monatlicher CPI, 3-monatige Verzögerung | Monatlicher RPI, 8-monatige Verzögerung | Monatlicher CPI ¹ und HCPI ¹ , 3-monatige Verzögerung | Monatlicher HCPI ¹ , 3-monatige Verzögerung |

CPI = Konsumentenpreisindex, HCPI = Harmonisierter Konsumentenpreisindex, RPI = Einzelhandelspreisindex. ¹ Ohne Tabakwaren.

Quelle: Bundesverband der deutschen Banken (2003).

etwa ohne Tabakwaren wie in Frankreich und Italien, zurückgegriffen. Beide genannten Länder benutzen dabei den Harmonisierten Konsumentenpreisindex als Ausgangsbasis, was eine bessere Transparenz auf einem sich weiter integrierenden europäischen Kapitalmarkt ermöglicht. Auch in Deutschland wäre dies bei einer Einführung die sinnvollste Alternative.

Überhaupt ermöglicht wurde die Einführung inflationsindexierter Anleihen erst durch die Aufhebung des Indexierungsverbotes in Deutschland im Zuge der Gründung der Europäischen Währungsunion. Bis zu diesem Zeitpunkt schrieb § 3 des Währungsgesetzes von 1948 vor, dass auf DM lautende Geldschulden nicht durch den Kurs einer anderen Währung oder eines irgendwie definierten Warenkorbes bestimmt werden dürften, bzw. dies einer Genehmigung durch die Deutsche Bundesbank bedurfte².

Im internationalen Kontext ist der Markt für inflationsindexierte Staatsanleihen nach wie vor relativ klein. Nach Angaben des Bundesverbandes deutscher Banken belief sich das umlaufende Volumen in Industrie-

² Siehe dazu Bundesgesetzblatt 1998 Teil I Nr. 34, S. 1253. Als preisrechtliche Nachfolgeregelung gilt mit Beginn des Jahres 1999 der neu gefasste § 2 des Preisangaben- und Preisklauselgesetzes und die aufgrund dieses Gesetzes erlassene Preisklauselverordnung. Nach dieser Regelung werden Geld- und Kapitalverkehr vom Indexierungsverbot freigestellt. Ausnahmen hiervon bilden Verbraucherkreditverträge sowie Verträge im Außenhandel und Erbbaurechtsverträge mit mindestens 30-jähriger Laufzeit. Am 1.1.1999 hat zudem das Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle die Aufgabe der Indexierungskontrolle im Rahmen der Änderung des Genehmigungsverfahrens für Wertsicherungsklauseln übernommen. Zugleich endete die Zuständigkeit der Deutschen Bundesbank und der ehemaligen Landeszentralbanken für Genehmigungen in diesem Bereich.

³ Siehe Bundesverband deutscher Banken: Den Kapitalmarkt um inflationsindexierte Staatsanleihen bereichern, Argumente zum Finanzmarkt, Berlin 2003.

ländern auf 350 Mrd. Euro in 2003³. Im Vergleich dazu belief sich im gleichen Jahr das Volumen der in der Europäischen Währungsunion (EWU) umlaufenden Unternehmensanleihen auf 544 Mrd. Euro. Dabei machen die USA und Großbritannien zusammen einen Anteil von rund drei Vierteln an dem Volumen des Marktes für inflationsindexierte Staatsanleihen aus. Tabelle 2 gibt einen Überblick über die Ausgestaltung der Anleihen in diesen beiden Ländern sowie den beiden EWU-Ländern Frankreich und Italien.

Argumente für die Einführung

Das zentrale Argument zur Einführung inflationsindexierter Anleihen ist die schon erwähnte Möglichkeit der Sicherung der Kaufkraft bzw. Vermeidung unerwarteter realer Gewinne und Verluste über den gesamten Zeitraum der Anleihe. Damit würde es gleichzeitig zu einer Vervollständigung des Produktangebots auf dem deutschen Kapitalmarkt kommen. Bisher sind solche Absicherungen über einen langen Zeitraum nur unvollkommen möglich, so etwa durch den revolvingierenden Kauf sehr kurzfristiger Papiere (etwa dreimonatiger Anleihen), die mit eher geringerem Inflationsrisiko behaftet sind. Auch bei dieser Strategie ändert sich der nominale Ertrag des Portfolios über den Zeitraum nach Maßgabe der Veränderung des Marktzinssatzes bei jeder Revolvierung. Allerdings entstehen gegenüber inflationsindexierten Anleihen mit längerer Laufzeit höhere Transaktions- und Informationskosten bei ständiger Revolvierung. Auch der Kauf realer Vermögenswerte wie etwa Immobilien und Aktien birgt einen gewissen Inflationsschutz. Sie stellen gleichwohl nur sehr unvollkommene Substitute zu inflationsindexierten Anleihen dar und sind mit anderen spezifischen Nachteilen behaftet, so z.B. mit Preisrisiken und Liquiditätsproblemen.

Die Bereicherung des deutschen Kapitalmarktes um inflationsindexierte Anleihen würde zudem zu einem Wettbewerbsvorteil führen, bzw. das Fortbestehen eines Wettbewerbsnachteils des deutschen Kapitalmarktes vor dem Hintergrund der Einführung in Frankreich, Italien und Griechenland verhindern. Dieses Argument ist besonders gewichtig vor dem Hintergrund einer möglicherweise zukünftig ansteigenden Nachfrage nach inflationsgeschützten Instrumenten, etwa aufgrund der an Bedeutung gewinnenden privaten Altersvorsorge in Deutschland und anderen Industrieländern. Letztere ist dringend notwendig und von der Politik gewünscht. Außerdem könnten von der Einführung inflationsindexierter Anleihen zusätzliche Sparanreize ausgehen.

Aus Sicht der Emittenten wird die Vorteilhaftigkeit inflationsindexierter Anleihen oftmals mit sich ergebenden Kostenersparnissen begründet. Diese ergibt sich wiederum aus der Unsicherheit bezüglich der tatsächlichen zukünftigen Inflationsrate. Nach der Fisher-Relation ergibt sich die Nominalverzinsung aus dem Realzins zuzüglich der sich über den Anlagehorizont einstellenden Preissteigerungsrate. Über letztere können jedoch nur Erwartungen gebildet werden, die ein gewisses Risiko in sich bergen. Risikoaverse Anleger werden aus diesem Grunde eine zusätzliche Prämie verlangen. Diese erhöht den Nominalzins und damit die Kosten der Kreditaufnahme für den Emittenten und dies umso mehr, je länger die Laufzeit einer Anleihe ist. Diesem Argument könnte entgegen gehalten werden, dass der Emittent, also im Falle der Staatsanleihe die Regierung, über bessere (bzw. private) Informationen hinsichtlich der zukünftigen Inflationsentwicklung verfügt. Diese könnte er zur Kostenersparnis bei der Emission nominaler Bonds einsetzen, wenn etwa der Markt eine geringere Inflationsrate erwartet als die Regierung. Entsprechend geringer könnte dann der nominale Marktzins ausfallen. Das Vorhandensein solcher Informationsasymmetrien muss aber stark in Frage gestellt werden.

In Zeiten hoher Inflationsraten ergeben sich wegen persistenter Inflationserwartungen zusätzliche implizite Kosten für den Emittenten. Die historische Erfahrung der USA mag dies verdeutlichen⁴: 1981 emittierte das amerikanische Finanzministerium bedingt durch eine hohe Inflationsrate von 8,9%, eine 20-jährige Staatsanleihe mit einem Kupon von 15,75%, so dass die realen Zinskosten zum Zeitpunkt der Emission 6,85% betragen. Zu diesem Zeitpunkt glaubten die Märkte offensichtlich nicht an eine signifikante Verringerung der Inflationsrate. Allerdings betrug die Inflationsrate 1994 nur noch 2,7%, so dass sich die realen Zinskosten in diesem Jahr auf 13,05% erhöhten. Mit einer Indexierung wäre dies nicht der Fall gewesen. Allerdings sind generelle Kosteneinsparungspotentiale empirisch nicht eindeutig nachgewiesen⁵.

⁴ Siehe P. Shen: Benefits and Limitations of Inflation Indexed Bonds, in: Economic Review, Third Quarter 1995, Federal Reserve Bank of Kansas City, S. 41 – 56.

⁵ Zu empirischen Untersuchungen für die USA siehe z.B. die Untersuchung von S. Foresi, A. Penati, G. Pennacchi: Estimating the Cost of U.S. Indexed Bonds, Working Paper 97-01, Federal Reserve Bank of Cleveland, 1997. Dort schlussfolgern die Autoren (S. 16): „... this suggests that the potential government budgetary 'savings' from issuing indexed bonds are substantial.“ Dem entgegen finden andere Autoren keine signifikante Kostenersparnis, z.B. B. Sack, R. Elsas: Treasury Inflation-Indexed Debt: A Review from the U.S. Experience, unpubliziertes Manuskript, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2002.

Vorteile für Geldpolitik

Auch für die Geldpolitik ergeben sich Vorteile aus der Einführung inflationsindexierter Anleihen. So kann die Zentralbank aus dem Vergleich der Verzinsung nominaler und realer Staatsanleihen gleicher Restlaufzeit auf das Niveau und die Entwicklung der Inflationserwartungen der Marktteilnehmer schließen. Auch dies sei an einem einfachen Beispiel erläutert. Beträgt die reale Rendite einer indexierten Anleihe zum Zeitpunkt A 3,9% und die Rendite einer herkömmlichen nominalen Anleihe 8,9%, ergibt sich eine Differenz von 5%. Diese muss sich basierend auf den bisherigen Erläuterungen zur Fisher-Relation aus der durchschnittlich erwarteten Inflation über die Restlaufzeit und der Inflationsrisikoprämie zusammensetzen. Nimmt man an, dass die Inflationsrisikoprämie relativ konstant ist, so lassen sich aus der Veränderung der Renditedifferenz direkt die Veränderung der Inflationserwartungen ablesen. Sollten die Renditen etwa zu einem späteren Zeitpunkt B 3% und 8% betragen, so blieben die Inflationserwartungen konstant. Mit der zusätzlichen Quantifizierung der Inflationsrisikoprämie ließe sich auch das Niveau der Inflationserwartungen bestimmen. Sollte hingegen – wie gegenwärtig auf dem deutschen Kapitalmarkt – nur die Form der nominalen Anleihe existieren, so wäre deren 0,9%ige Renditenveränderung selbst bei der unterstellten Konstanz der Inflationsrisikoprämie entweder auf eine Veränderung der Inflationserwartungen und/oder auf die Veränderung des Realzinses zurückzuführen. Letzterer wäre durch das Vorhandensein der inflationsindexierten Staatsanleihen direkt beobachtbar.

Für die Geldpolitik ist es hilfreich, die Entwicklung der Inflationserwartungen beobachten zu können, weil sie hieraus Rückschlüsse auf die Glaubwürdigkeit ihrer Politik ziehen kann. Darüber hinaus könnte die Einführung inflationsindexierter Anleihen für sich alleine schon einen Glaubwürdigkeitsgewinn bedeuten und damit die Inflationserwartungen sowie hierdurch die tatsächliche Inflation eindämmen. Denn durch inflationsindexierte Anleihen kann der Staat nicht mehr Gewinner durch Überraschungsinflation werden. Hierdurch könnte es auch zu einer Verringerung des Drucks der Finanzpolitik auf die Geldpolitik kommen. Dies käme de facto einer größeren Unabhängigkeit der Geldpolitik gleich, wodurch wiederum entscheidende Vorteile für die Geldpolitik folgen könnten.

Gegenargumente und Einschränkungen

Den genannten Argumenten für die Einführung inflationsindexierter Anleihen stehen auch Gegenargumente bzw. Limitationen der praktischen Ausgestaltung Wirtschaftsdienst 2004 • 3

entgegen. Als zentrales Gegenargument wird dabei die Gefahr der Inflationsgewöhnung herangezogen. Dieses ist zugleich der historische Hintergrund für das bis 1999 bestehende weitgehende Indexierungsverbot in Deutschland. Demnach könnte eine Indexierung dazu beitragen, sich an hohe Inflationsraten zu gewöhnen. Da die Märkte sich gegen die Umverteilungseffekte der Inflation absichern können, bestünde aus deren Sichtweise zur Bekämpfung der Inflation keinerlei Grund. Dabei verbleiben jedoch vielfältige andere gesamtwirtschaftliche Nachteile der Inflation, wie etwas das Verzerrern von Preissignalen. Allerdings bedeutet die Einführung inflationsindexierter Anleihen als komplementäre Anlageform zu nominalen Anleihen noch keinerlei Indexierung auf breiter Front. Auch wesentliche Bereiche wie etwa die Lohnbildung etc. werden keine Indexierung erfahren, so dass sich dieses Gegenargument abschwächt.

Suche nach geeignetem Index

Im Zuge der konkreten Ausgestaltungsmöglichkeiten inflationsindexierter Anleihen gibt es Limitationen, welche die zuvor dargestellte idealtypische Verwendung beeinträchtigen. Nicht unproblematisch ist die Wahl des Index. Aus der Vielzahl der zur Verfügung stehenden Indizes muss ein geeigneter Index ausgewählt werden. Da diese Indizes in der Regel jedoch relativ parallel verlaufen, ist dieses Problem de facto von geringerer Bedeutung. Allen Indizes ist jedoch gemeinsam, dass sie einer gewissen Verzerrung unterliegen sind und die tatsächliche Preisniveauentwicklung nicht exakt wiedergeben. Daraus folgt, dass selbst bei Indexierung keine 100%ig exakte Absicherung gegen den Kaufkraftverlust möglich ist. Je nach Richtung der Verzerrung ergibt sich eine Überabsicherung (bei Überzeichnung der tatsächlichen Inflation durch den Index) oder eine Unterabsicherung (bei Unterzeichnung). Sollten diese Effekte bzw. Verzerrungen jedoch systematisch auftreten, ist damit zu rechnen, dass sie sich in entsprechenden Kursauf- und -abschlägen bzw. in dem geforderten Realzins widerspiegeln.

Eine weitere Problematik könnte darin bestehen, dass alle Indizes nur mit zeitlicher Verzögerung zur Verfügung stehen. So steht der Harmonisierte Konsumentenpreisindex des aktuellen Monats erst in der Mitte des Folgemonats zur Verfügung, wobei darüber hinaus in der Folgezeit weitere Datenrevisionen möglich sind. Zwar sind diese Lags nicht sehr lang, bilden aber ein Problem beim Handel auf dem Sekundärmarkt und dem damit verbundenen Zahlungsausgleich zwischen den Parteien. Wird eine Anleihe zwischen zwei Kuponzahlungszeitpunkten verkauft,

so zahlt der Käufer dem Verkäufer den vereinbarten Preis und die periodengerecht erfasste anteilige Zinszahlung, die er bei der nächsten Kuponzahlung als neuer Besitzer erhalten wird. Bei indexierten Anleihen ist die anteilige Zinszahlung aber erst nach Ablauf des oben genannten Lags bekannt. Daher bedarf es im Falle indexierter Bonds angepasster Handelsregeln für den Sekundärmarkt.

Besonderheiten innerhalb der Europäischen Währungsunion

Im Rahmen der Europäischen Währungsunion kann es bei der Emission inflationsindexierter Anleihen zu einer besonderen Konstellation kommen, wenn inflationsindexierte Anleihen in unterschiedlichen Mitgliedsländern der Währungsunion zwar in der gleichen Währung begeben werden, d.h. in Euro, aber die Indexierung nicht an die Preisentwicklung im gesamten Währungsgebiet, sondern an nationale Preissteigerungen gebunden wird. Eine Bindung an die inländische anstelle der europaweiten Inflationsrate wäre aus Sicht der inländischen Anleger unter Umständen vorzuziehen, weil für die Erhaltung ihrer Kaufkraft die Preisentwicklung im Inland die relevante Bezugsgröße ist. Hätte man z.B. in 2003 eine inflationsindexierte Staatsanleihe mit einer 3%igen Realverzinsung in Irland und gleichzeitig eine solche in Deutschland emittiert und hätte man mit dem gleichen Realzins unterstellt, dass die beiden Anleihen ein vergleichbares Risiko haben, hätte dies eine rund 4%ige Nominalverzinsung in Deutschland und eine knapp 8%ige Nominalverzinsung in Irland zur Folge gehabt.

Eine solche Situation ist gleichwohl schwierig vorstellbar, weil in aller Regel am Kapitalmarkt aus einer gleichen Bonität auch eine gleiche Nominalverzinsung folgt. Es wäre zu vermuten, dass hierbei eine Verlagerung der Nachfrage von deutschen zu irländischen inflationsindexierten Anleihen entstehen würde und die Kursreaktionen zu einem Ausgleich der erwarteten nominalen Renditen führen würde.

Kritiker verweisen auch darauf, dass der Sekundärmarkt für indexierte Bonds eine geringere Marktliquidität aufweist, was wiederum zu einer Prämie führt und den oben genannten Kostenersparnissen entgegen läuft. Dieser Fakt ist empirisch für Großbritannien bestätigt, wo indexierte Anleihen knapp ein Viertel des Marktes für Staatsanleihen insgesamt

ausmachen, aber nur 5% des Umsatzes auf dieses Segment entfällt. Die geringere Liquidität macht sich auch in einem signifikant höheren Spread bemerkbar. Allerdings erweist sich dieses Marktsegment gerade in den USA als sehr dynamisch. Hier kam es zu einer Verdreifachung des Handelsvolumens zwischen 2000 und 2002⁶. Ein Grund für die geringere Liquidität liegt in dem Umstand, dass durch indexierte Staatsanleihen andere Investoren als die herkömmlichen angesprochen werden⁷.

Kritiker befürchten, dass durch eine stärkere Fragmentierung des Marktes für Staatsanleihen – hierbei wird von „Balkanisierung“ gesprochen – auch die Liquidität des Marktes für Staatsanleihen insgesamt negativ betroffen werden könnte⁸. Sollten auf dem indexierten Segment einerseits und dem nicht-indexierten Segment andererseits jeweils spezifische Klassen von Investoren vorhanden sein, so könnte der Handel zwischen den Segmenten und damit die Liquidität insgesamt reduziert werden. Diesem Argument ist entgegen zu halten, dass durch die Einführung indexierter Anleihen eventuell eine Klasse von Investoren angesprochen wird, die bisher nicht auf dem Markt für Staatsanleihen agierte, so etwa Investoren des Aktien- oder Immobilienmarktes.

Steuern mindern Vorteile

Auch durch die steuerliche Behandlung ergeben sich Einschränkungen der Vorteile⁹. Dies liegt in der Tatsache begründet, dass es hinsichtlich der steuerlichen Behandlung von Einkünften nach dem Nominalwertprinzip keinerlei Unterscheidung zwischen Realeinkommenszuwachsen einerseits und inflationsbedingten Nominaleinkommenszuwachsen andererseits gibt. Auch ohne „kalte Progression“ ergibt sich hierdurch selbst bei einer proportionalen Steuer unter Umständen eine signifikante Reduzierung der realen Rendite nach Steuer.

Auch dies kann durch ein Zahlenbeispiel illustriert werden. Angenommen die reale Rendite sei wiederum 3%, wobei sich dies auf den Ertrag vor Steuer bezieht. Die proportionale Steuer betrage 30%. Ergibt sich unter Szenario A nunmehr eine Inflationsrate von 1%, beträgt die nominale Rendite 4%, woraus sich eine Steuerbelastung von 1,2% ergibt. Dies bedeutet eine nominale Rendite nach Steuer von 2,8%, was einer realen Rendite nach Steuer von 1,8% entspricht. In Szenario B betrage die Inflationsrate 7%. Die nominale Rendite vor Steuer ist demnach 10%. Der nominale Zuwachs der Rendite unter der Szenario B führt nunmehr zu einer Steuerbelastung von 3%, so dass

⁶ Vgl. Bundesverband der deutschen Banken, a.a.O., S. 12.

⁷ Vgl. Bundesverband der deutschen Banken, a.a.O., S. 13.

⁸ Siehe dazu J.M. Wrase: Inflation-Indexed Bonds: How Do They Work?, in: Business Review, Juli/August 1997, Federal Reserve Bank of Philadelphia, S. 3 – 16.

⁹ Vgl. hierzu P. Shen, a.a.O.

die nominale Rendite nach Steuer 7% beträgt. Dies entspricht der Inflationsrate, so dass die reale Rendite nunmehr 0% beträgt.

Im Allgemeinen liegt der Grund für diesen adversen Steuereffekt im inflationsbedingtem Zuwachs der nominalen Rendite, was zu einer erhöhten Steuerbelastung führt. Damit ist der Investor selbst bei vollständiger Indexierung wiederum indirekt dem Inflationsrisiko ausgesetzt. Dies begrenzt ceteris paribus die Nachfrage nach inflationsindexierten Anleihen, was wiederum Rückwirkungen auf die Marktliquidität hat. Allerdings sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass solche Risiken auch bei nicht-indexierten Anleihen bestehen. Hier kann bei Überraschungsinflation die reale Rendite eventuell sogar negativ werden.

Basierend auf den aktuellen Erfahrungen sehr niedriger monatlicher Preissteigerungsraten, muss auch gefragt werden, inwieweit inflationsindexierte Anleihen in der Tat vollkommen symmetrisch ausgestaltet sind, d.h. den nominalen Wert der Rendite bzw. der Auszahlungen um den Satz einer möglichen Deflation vermindert wird. Es stellt sich die Frage, ob die Investoren diese Symmetrie ohne weiteres akzeptieren, denn aus deren Sicht ergibt sich eine starke Präferenz für die asymmetrische Ausgestaltung. Derzeit existieren international beide Formen, wobei in Frankreich und Italien nur die symmetrische Form vorherrscht. Dies müsste daher auch der Benchmark für die Ausgestaltung möglicher inflationsindexierter Anleihen in Deutschland sein.

Zusammenfassende Bewertung

Inflationsindexierte Anleihen wären eine Bereicherung des deutschen Kapitalmarktes. Auch für die Geldpolitik ist deren Informationsgehalt von nicht zu unterschätzendem Wert. Allerdings ergeben sich im Detail der Ausgestaltung einige Limitationen. Diese schränken zwar die Vorteile inflationsindexierter Anleihen ein, sind aber nicht ausreichend, diese vollkommen zu kompensieren.

Aus unserer Sicht ergibt sich deshalb insgesamt ein positives Ergebnis der Kosten-Nutzen-Abwägung. Von daher ist dem Finanzministerium und den zuständigen parlamentarischen Gremien die Einführung inflationsindexierter Staatsanleihen zu empfehlen. Diese sollten von eher längerer Laufzeit sein, da die positiven Effekte mit zunehmender Laufzeit an Gewicht gewinnen. Die Indexierung sollte anhand des Harmonisierten Konsumentenpreisindex des Euroraumes vorgenommen werden, um Transparenz auf dem europäischen Kapitalmarkt zu gewährleisten.

Die neue Springer-Website

Schnell, intelligent, aktuell

- ▶ Einfache Navigation und schnelle Suchergebnisse.
- ▶ Bücher und Zeitschriften auf einen Blick.
- ▶ Ständig neue Online-Angebote.

Unsere neue Website – Ihr Wissensvorsprung

springer.de

Die interaktive Website für alle
Bücher und Zeitschriften von Springer



Springer