

Festverzinsliche Anlagen

Fallstricke der passiven Umsetzung bei Obligationen

Für Pensionskassen stellen Obligationen zurecht einen unverzichtbaren Bestandteil des Portfolios dar. Insbesondere nach der Zinswende ermöglichen es die fixen Coupons und Rückzahlungen, wieder risikoschonend Verpflichtungen auf der Passivseite abzudecken. Zu wenig berücksichtigt werden jedoch die ungünstige Zusammensetzung der Obligationenindizes und die Chancen einer aktiven Auswahl zur Optimierung der Anlageresultate.

Autoren: **David Bussmann und Reto Faas**

Als passiver Investor ist die Zusammensetzung und Veränderung eines Index ein wichtiger Erfolgsfaktor für die langfristige Wertentwicklung. Dies trifft auch auf die gängigen Obligationenindizes in der Schweiz und im Ausland zu.

Indexkomposition Schweiz

Der Swiss Bond Index zeichnet sich durch eine hohe Schuldnerqualität mit zunehmender Bedeutung inländischer Emittenten aus. Der Immobilienboom bescherte dem Schweizer festverzinslichen Markt mit rund einem Drittel der ausstehenden Emissionen ein grosses Gewicht an Pfandbriefen, die sich durch eine hohe Qualität auszeichnen und liquide handelbar sind. Dennoch entspricht es nicht der Vernunft eines vorausschauend diversifizierten Investors, laufend das Gewicht von Pfandbriefen zu erhöhen, wenn gleichzeitig die Bewertungen der Immobilien stark ansteigen. Emissionen von Finanzinstituten und Pfandbriefbanken repräsentieren gemeinsam bereits knapp 50% des gesamten Schweizer Obligationenmarktes. Mit den Erfahrungen aus den letzten (Finanz-)Krisen würde dies kaum ein aktiver Anleger so replizieren.

Gleichzeitig nahm der Anteil der Staatsanleihen der Eidgenossenschaft aufgrund mehrjährig solider Haushaltsresultate ab. Der Investitionsdruck aus dem In- und Ausland in diese sichere und liquide Anlageklasse führt zu absurd tiefen Renditen im Vergleich zu praktisch gleichwertig risikoarmen Anlagen. Beispielsweise rentieren per Ende März 2024 die 3.6 Mrd. Franken ausstehenden Emissionen des Kantons Zürich über alle Laufzeiten hinweg im Schnitt um 0.5% höher als die Ob-

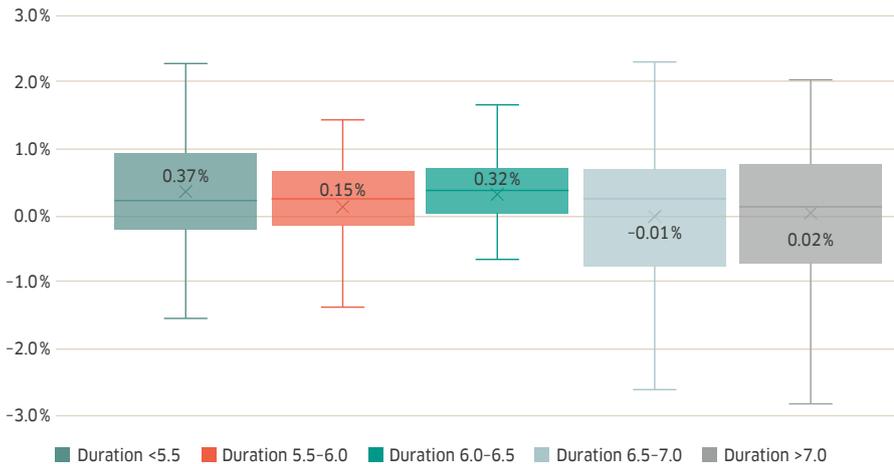
ligationen des Bundes. Der 16%-Anteil der tief rentierenden Eidgenossen-Obligationen im Swiss Bond Index wirkt sich daher aus heutiger Sicht schmälern auf die zukünftigen Renditen eines passiven Investors aus. Das attraktive Segment der Unternehmensanleihen (ex Finanz) umfasst bloss 13% des Indexes und trägt zu wenig bei, um den Renditenachteil staatlicher Schuldner aufwiegen zu können.

Indexkomposition Ausland

Auch im Ausland sind unvorteilhafte Umstände bei der Indexzusammensetzung zu beobachten. Der gängige Benchmark, der Bloomberg Global Aggregate Bond Index, investiert zu mehr als 50% in Staatsanleihen. Die steigende Staatsverschuldung treibt diese Quote laufend höher. Die USA sind dabei mit 20% Staatsanleihen der grösste Schuldner im Index, gefolgt von Japan mit 10%. Die Diversifikation ist somit auch in dieser Kategorie nicht optimal. Zudem steigt das Gewicht von hoch verschuldeten Staaten prozyklisch mit der sich verschlechternden finanziellen Situation der jeweiligen Länder. Hypothekargesicherte Anleihen sowie Schuldner öffentlich-rechtlicher Körperschaften steuern zusätzlich eine Quote von über 10% bei.

Klassische Unternehmensanleihen (inkl. Finanzen) sind im Index nur mit knapp 20% vertreten und spielen somit eine untergeordnete Rolle. Im Unternehmenssegment sind im Quervergleich aber attraktive Renditen erzielbar, ohne dass dabei das Risikobudget strapaziert wird. Ein gut kapitalisiertes Unternehmen im Ratingbereich A+/AA- zahlt in der Währung Dollar im Vergleich zu den US-

Sinkende Monatsrenditen im Swiss Bond Index bei höherer Index-Duration



Quelle: Bloomberg / eigene Berechnungen & Darstellung Albin Kistler (Grafik)
Daten 31. Dezember 2006 bis 31. März 2024

Staatsanleihen für eine 10-jährige Obligation aktuell einen um 1% höheren Zins. Die Ratings vieler Staaten – u.a. Japan und Italien – liegen mittlerweile auf tieferen Niveaus als diejenigen solid finanzierter Unternehmensschuldner.

Aus Risikosicht fällt zusätzlich die Allokation von 10% in chinesischen Renminbi auf. China ist somit stärker vertreten als andere G7-Staaten wie Frankreich oder Deutschland. Das geopolitische Risiko ist dabei nicht zu vernachlässigen.

Duration und Laufzeitenstaffelung

Es entspricht der Marktlogik der Emittenten (und auch vieler Investoren), bei tiefen Zinsen eine langfristige Finanzierung anzustreben und sich bei hohen Zinsen kurzfristig anzubinden. Dies war exemplarisch während der Negativzinsphase im letzten Jahrzehnt der Fall und führte dementsprechend zu einer prozyklischen Erhöhung der jeweiligen Indexduration im In- und Ausland.

Ein intelligenter Investor profitiert grundsätzlich bei steilen Zinskurven von einer längeren Duration, sollte jedoch in Phasen ungewöhnlich tiefer Nominal- und Realzinsen Vorsicht vor einer ständigen Verlängerung walten lassen. Für den Swiss Bond Index lässt sich aufzeigen, dass eine höhere Indexduration in der Vergangenheit mit durchschnittlich tieferen Monatsrenditen verbunden war (siehe Grafik, Monatsrenditen negativer Trend bei steigender Indexduration >6.5).

Gewisse Anlageberater empfehlen daher auch die Anwendung eines Constant Duration Index mit Laufzeitenbeschränkung. Dies vermag dem prozyklischen Effekt entgegenzuwirken, bedeutet jedoch eine unnötige Laufzeitenkonzentration und einen höheren Portfolioumschlag. Interessanter erscheint eine aktive Steuerung der Duration relativ zum Index anhand einer Kombination aus makroökonomischen Faktoren, die auch der Entwicklung der Benchmark Rechnung tragen sollte.

Umsetzung in aktiven Portfolios

Insgesamt empfiehlt sich für alle Vorsorgeeinrichtungen eine aktive Auseinandersetzung mit der Anlagekategorie Obligationen und eine Optimierung der unvorteilhaften Indexkomponenten. Bei praktisch gleichbleibendem Risiko kann mit gezielten Eingriffen eine Mehrrendite erzielt werden.

Im Ausland gilt es, Staatsanleihen minderer Qualität aus Risiko- und Renditeüberlegungen zu meiden und in qualitativ hochstehende Unternehmensanleihen zu investieren. Grössere Veränderungen der Indexduration sollten nicht einfach passiv hingenommen, sondern anhand einer Beurteilung der Zinssichten und Zinskurven hinterfragt werden.

Ein Verzicht auf eine aktive Steuerung der Risiken im Obligationenbereich kann unerwünschte Folgen haben. ■

TAKE AWAYS

- Obligationenindizes und Indexprodukte weisen eklatante Mängel auf.
- Nebst der Dominanz von Staats- und Finanzschuldnern gilt es, die prozyklische Entwicklung der Indexduration zu beachten.
- Aktives Management ermöglicht nebst besserer Diversifikation eine höhere Renditeerwartung im Vergleich zur reinen Indexabbildung.



David Bussmann

Leiter Asset Management,
Albin Kistler AG



Reto Faas

Analyst Anleihen, CFA,
Albin Kistler AG