

CONFORM

INFORMATIONEN FÜR PENSIONSKASSEN AUS ERSTER HAND

Ertragsvorteile für Portfolios ohne Regierungsanleihen

Prevista-Obligationen Europa^{plus} und Dollar^{plus} – ein voller Erfolg

Im November 1998 hat die Prevista-Anlagestiftung zwei innovative festverzinsliche Sondervermögen lanciert, welche wie alle anderen Wertschriftenvermögen von der Swissca Portfolio Management AG verwaltet werden. Trotz garstigem Umfeld haben die auf Unternehmensanleihen fokussierten Obligationenvermögen Europa^{plus} und Dollar^{plus} die Feuertaufe im Praxistest bestanden.

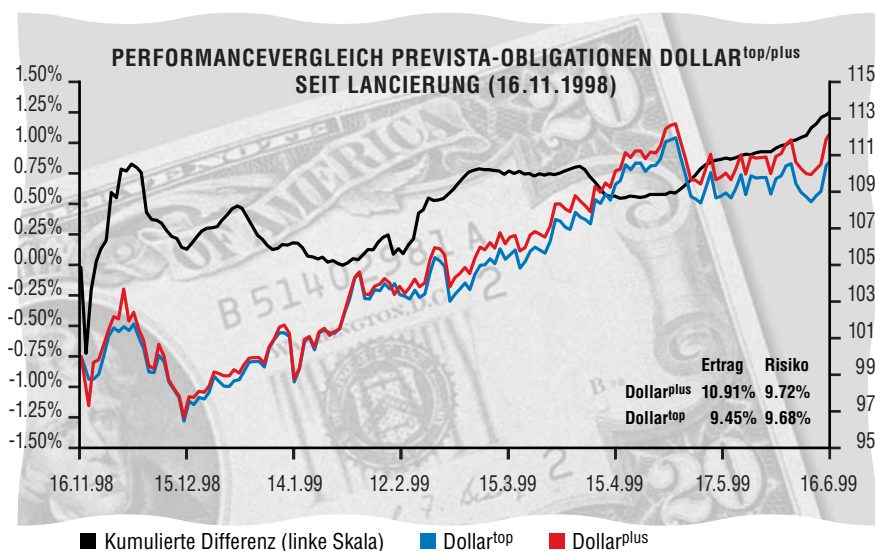
(RvA/MF) Seit der Lancierung dieser innovativen Produkte ist zwar erst ein halbes Jahr vergangen, die erreichten

Resultate möchten wir bereits jetzt mit unserer Leserschaft teilen. Zur Erinnerung: Die Einführung des Euro auf Anfang 1999 hat die Anzahl Währungen im europäischen Raum massiv reduziert. Dementsprechend fielen Diversifikationsmöglichkeiten weg und der Portfolio-Manager verlor viele Gelegenheiten zur Erzielung von Mehrerträgen. Wir zeigten – aufgrund der langen historischen Erfahrung – am Beispiel des amerikanischen Marktes, dass dieser Effekt kompensiert werden kann,

wenn Zinsdifferenzen, basierend auf der Bonität, systematisch ausgenutzt werden. Denn Anlagen mit tieferer Bonität bringen risikobereinigt systematisch mehr Erträge und sind mit zunehmenden Diversifikationsvorteilen verbunden.

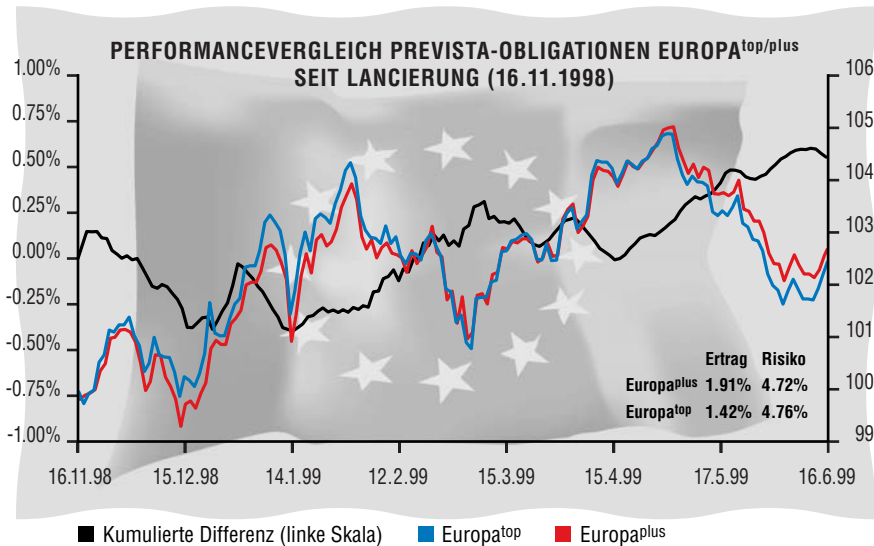
Die Grafik 1 zeigt den Wertverlauf der Sondervermögen Obligationen Dollar^{top} (1. Hälfte «Investment Grade»: AAA-AA) sowie Dollar^{plus} (2. Hälfte «Investment Grade»: A-BBB). Die kumulierte Performancedifferenz beträgt knapp über 1% bei praktisch identischem Risiko.

Grafik 1



In Grafik 2 ist der Verlauf der Sondervermögen Obligationen Europa^{top} (1. Hälfte «Investment Grade») sowie Europa^{plus} (2. Hälfte «Investment Grade») abgebildet.

Grafik 2



Die kumulierte Performancedifferenz beträgt hier rund 0.5%, wiederum bei praktisch identischem Risiko. Die Performancedifferenz ist etwas kleiner als bei Grafik 1, weil der europäische Unternehmensanleihen-Markt (noch) anders strukturiert ist als der Dollarmarkt: Viele Unternehmen haben sich bis jetzt direkt bei ihren Hausbanken refinanziert und nicht über den Kapitalmarkt. Nicht alle ausstehenden Anleihen tragen ein explizites Rating. Der effektive Bonitätsunterschied bei den Euro-Sondervermögen ist deswegen noch immer sehr klein.

Im amerikanischen Raum haben die meisten Pensionskassen als Ratinggrenzen den Bereich «Investment Grade» (AAA-BBB), also das Universum qualitativ guter Unternehmungen. In Europa wird die Grenze sehr oft bei AAA oder AA gesetzt. Die Fokussierung auf den allerhöchsten Rating-Bereich vergibt Chancen: Nicht nur das Ertragspotenzial könnte höher angesetzt

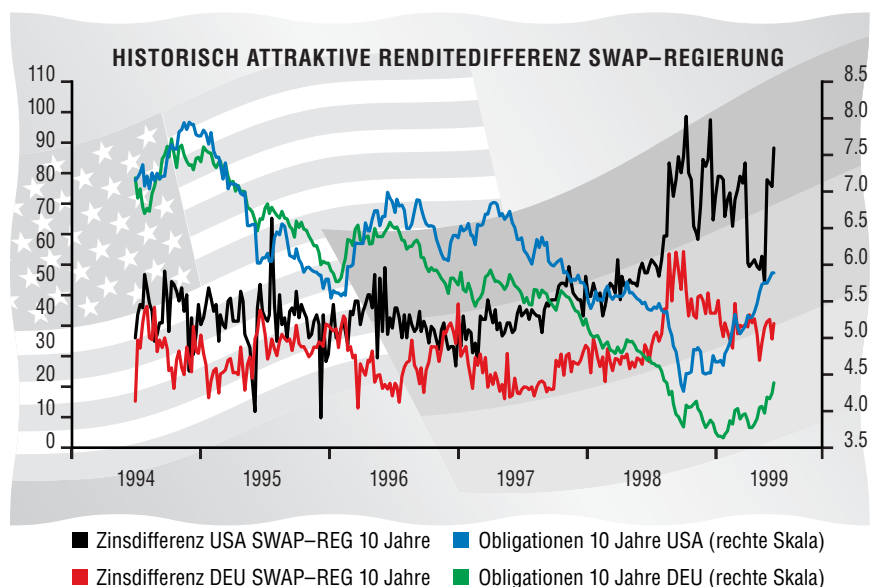
werden. Es gilt auch, dass der Einbezug von Bonität das Gesamtrisiko effektiv senken kann. Dass das Konkursrisiko von AA-Anleihen 3x so hoch ist wie das Konkursrisiko von A-Anleihen (gemäss Moody's), haben wir im Conform 2/98 – zusammen mit weiterem Hintergrundwissen zur Bonität – ja bereits erwähnt.

Selbstverständlich verhehlen wir nicht, dass die Lancierung zu einem ausgezeichneten Zeitpunkt stattfinden konnte. Wie so oft in der volatilen Finanz-

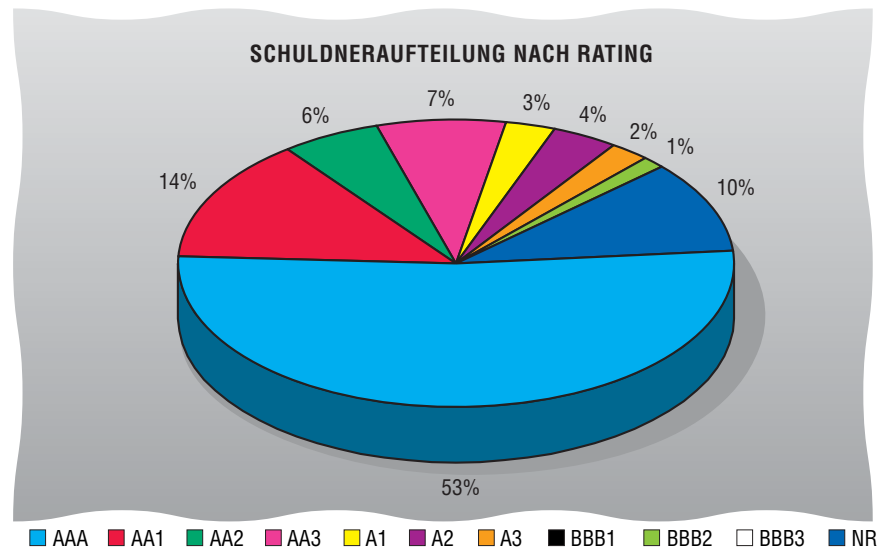
welt sind Anlagen dann besonders attraktiv, wenn sie (aus bestimmten Gründen) nicht empfohlen werden. Im Nachgang des LTCM-Debakels mussten nämlich viele der weltweit führenden Market-Makers Verluste hinnehmen; die Positionen wurden zurückgefahren und das Kapital vorübergehend in Regierungsanleihen parkiert. Dieser Effekt hat in der Finanzliteratur sogar einen Namen: «flight to quality». Die folgende Grafik 3 zeigt, was im Herbst letzten Jahres passiert ist.

Die Zinsen von 10-jährigen US-Regierungsanleihen sanken von rund 5.5% auf 4.5%, diejenigen in Deutschland von 4.5% auf 3.5%. Die Zinsen von

Grafik 3



Grafik 4



Nicht-Regierungsanleihen blieben während der Krise mehr oder weniger auf demselben Niveau; deshalb weitete sich die Zinsdifferenz zwischen Regierungsanleihen und Swaps in den USA von 0.5 auf über 1% aus, in Deutschland von 0.3 auf über 0.5%.

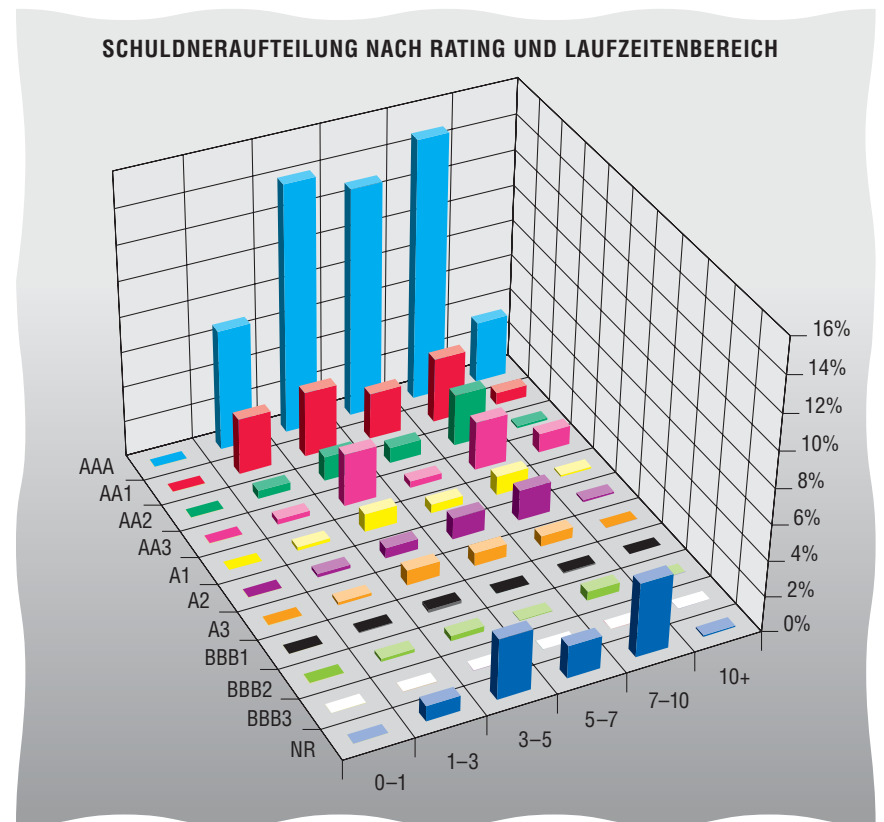
Kurz nachdem sich die Märkte auf tiefem Niveau beruhigt hatten, konnten wir die Sondervermögen Europa^{plus} und Dollar^{plus} lancieren, welche im Anschluss von den höheren Zinsen sowie der Verkleinerung der Zinsdifferenzen profitieren konnten.

Wie sieht der Markt für europäische Nicht-Regierungsanleihen heute aus?

Während der amerikanische Markt für Nicht-Regierungsanleihen riesig ist und eine Geschichte von vielen Jahrzehnten aufweist, hat die Entwicklung des europäischen Marktes weg von Regierungsanleihen und hin zu Unternehmensschuldnern erst begonnen.

Wie die Grafiken 4 und 5 zeigen, ist der europäische Markt von Nicht-Regierungsanleihen von sehr hohen Ratings geprägt. Über 80% weisen ein Rating in der ersten Hälfte des

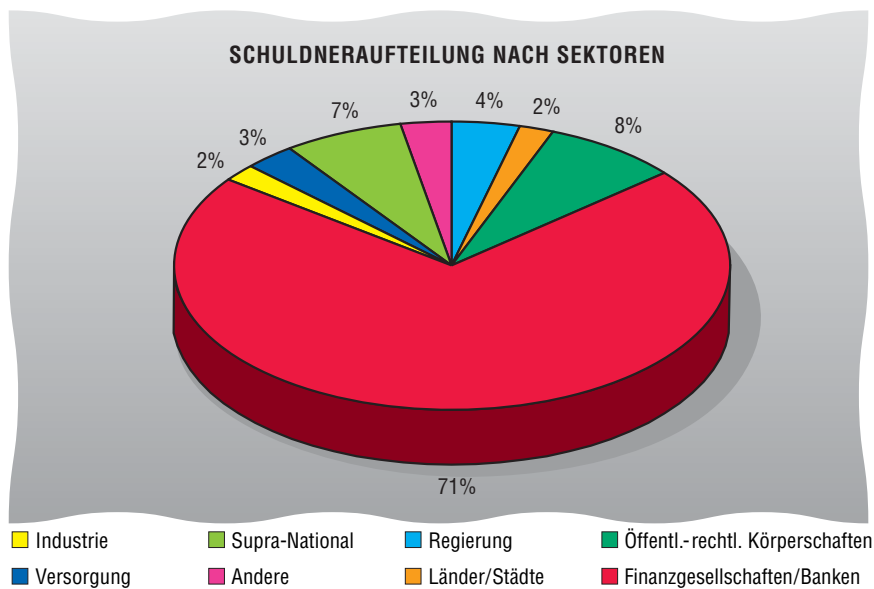
Grafik 5



Investment Grades aus. Das Emissionsvolumen hat sich in der letzten Zeit allerdings verschoben: Immer mehr Schuldner der 2. Hälfte «Investment

Grade» nehmen Kapital in Euro auf. Ein weiteres Merkmal ist der mit 10% relativ hohe Anteil ausstehender Obligationen ohne Rating.

Grafik 6



Aufgeschlüsselt nach Sektoren zeigt sich ausserdem, dass momentan Obligationen von Finanzunternehmen das Universum dominieren (Grafik 6). In den letzten Monaten hat sich jedoch abgezeichnet, dass immer mehr Unternehmen aus verschiedenen Sektoren den Kapitalmarkt beanspruchen.

Schlussfolgerung

Dem mit dem Wegfall vieler europäischer Währungen verbundenen Verlust an Diversifikationsmöglichkeiten kann mit einer Neuorientierung im festverzinslichen Bereich begegnet werden. Wie uns die lange Erfahrung am Beispiel des amerikanischen Marktes lehrt, haben unterschiedliche Bonitätsklassen einen diversifizierenden Effekt: Höheres Ertragspotenzial, begleitet von tieferen Gesamtrisiken,

lautet die einfache Formel. Dass dies nicht nur in der Theorie so funktioniert, konnten wir mit den neu lancierten festverzinslichen Sondervermögen Europa^{plus} und Dollar^{plus} in der Praxis bereits zeigen. Da sich die Zinsdifferenzen zwischen Regierungs- und Nicht-Regierungsanleihen auf historischen Höchstwerten befinden, ist der Einstieg noch nicht zu spät.