

## Implizite Risiken im Bondmanagement

### Bondindizes sind schlechte Leitplanken für den Anlageerfolg

Roman von Ah, Bruno Heusser<sup>1</sup>

Wer in Aktien investiert, orientiert sich in der Schweiz am SPI („Swiss Performance Index“) und weltweit am Aktienindex MSCI-Welt. Solange das Anlageuniversum relativ breit, der Anteil der frei handelbaren Aktien hoch und die Indexe kapitalisierungsgewichtet sind, ist das meistens sinnvoll.

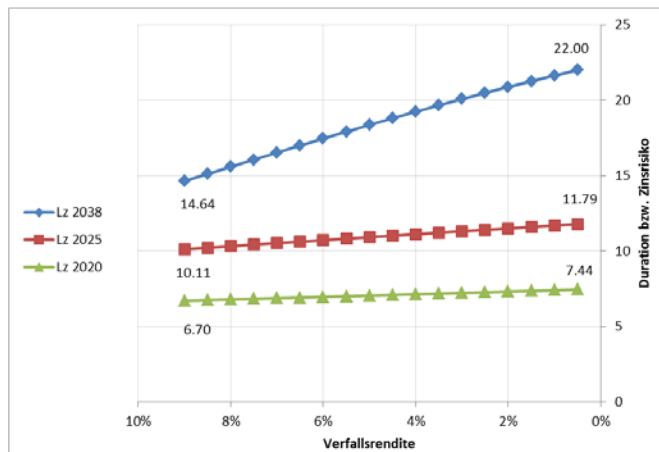
Wer im Bondmanagement analog vorgeht, wählt in der Schweiz den SBI („Swiss Bond Index“) und im Ausland einen der globalen Indizes wie Bank-of-America / Merrill Lynch oder Barclays Capital Global Aggregate (früher Lehman Global Aggregate). Im Gegensatz zu Aktien sind mit der Bondindex-Wahl implizite Anlagerisiken verbunden, über welche sich die Entscheidungsgremien bzw. Anleger selten genügend Rechenschaft abgeben.

Die wichtigsten Risiken, die im Bondmanagement wirken bzw. zu steuern sind, lauten: Zinsrisiko (Duration), Zinskurvenrisiko (Konvexität), Bonitätsrisiko des Schuldners sowie das Währungsrisiko.

### Sinkende Zinsen erhöhen ungewollt das Zinsrisiko

Eine wenig beachtete Erkenntnis aus der Bondmathematik liegt darin, dass sinkende Zinsen die Duration und damit das Zinsrisiko (ungewollt) erhöhen. Die folgende Grafik vergleicht das Zinsrisiko von drei Anleihen in Abhängigkeit von unterschiedlichen Zinssätzen.

Eine Anleihe, welche im Jahr 2020 (2025, 2038) zurückbezahlt wird, hat beim aktuellen Zinsniveau eine Duration von 7.44 (11.79, 22) Jahren. Anleihen mit identischen Laufzeiten hätten beim Zinsniveau Anfang der neunziger Jahre Durations von 6.7, 10.11 und 14.64 Jahren gehabt.



Anstatt dass die Anleihen bei einem Zinsanstieg von einem Prozent 6.7% (10.11%, 14.64%) verlieren [Formel: minus Duration mal Zinsänderung:  $-6.7 \times 1\% = -6.7\%$ ], beträgt der durch das tiefe Zinsniveau bedingte Verlust aktuell 7.44% (11.79% bzw. 22%). Anders formuliert: eine identische Zinserhöhung von 1% führt beim tiefen Zinsniveau über ungewollt höhere Durations zu Verlusten, welche 11%, 16.6% bzw. 50% höher als die Verluste sind, die bei einem höheren Zinsniveau eingetreten wären. Bei unseren Investorengesprächen können wir häufig feststellen, dass sich weder Anleger noch Anlagekommissionen dieses Problems bewusst sind und diesen (impliziten) Entscheidung weder bedacht noch beschlossen haben.

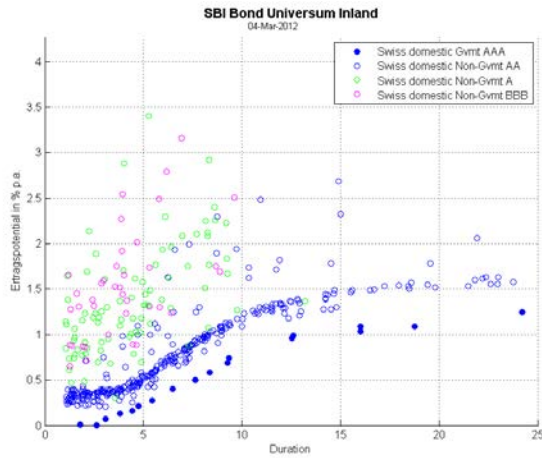
Dazu kommt, dass der Duration-Effekt in denjenigen Ländern am stärksten auftritt, wo die Zinsen am tiefsten sind. Die Schweiz ist neben Japan das Land, dessen Obligationen auf Zinserhöhungen am stärksten negativ reagieren werden.

### Lange Laufzeiten werden in der Schweiz nicht entschädigt

Folgende Grafik zeigt die einzelnen Anleihen des SBI-Inland-Segments. Bei Bonds mit länge-

<sup>1</sup> Dr. von Ah, geschäftsführender Partner und Bruno Heusser, Leiter Bonds, der bankenunabhängigen Fondsleitung Swiss Rock Asset Management

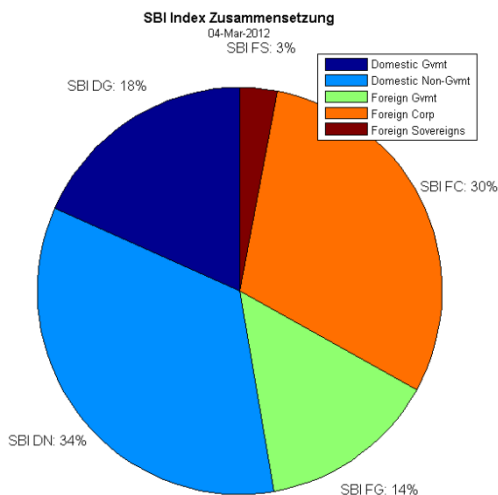
ren Laufzeiten verläuft die Kurve praktisch horizontal.



Dies bedeutet, dass das Duration-Risiko für längere Laufzeiten nicht mit höheren Renditen entschädigt wird. Deshalb macht es aktuell eigentlich keinen Sinn, länger laufende CHF-Obligationen zu erwerben.

### Struktur des Schweizer Obligationenmarktes

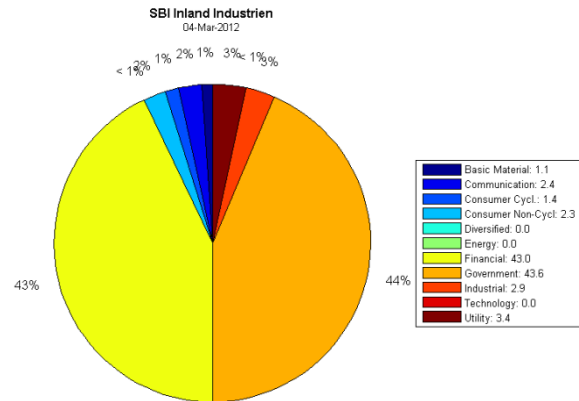
Die folgende Grafik zeigt die Struktur des Schweizer Bondmarktes am Beispiel des SBI-Index.



Rund 18% der ausstehenden Anleihen sind als Inland-Regierung (DG: ‚domestic government‘) und 34% als Inland-Nichtregierung (DN: ‚domestic non-government‘) klassifiziert. Im CHF-Ausland-Bereich sind 3% als fremdländische Staats- oder Staatenbonds (FS: ‚foreign sovereign‘), 14% als Fremdderegierungen (FG, ‚foreign governments‘) und 30% als Unternehmensanleihen (FC: ‚foreign corporates‘) klassifiziert.

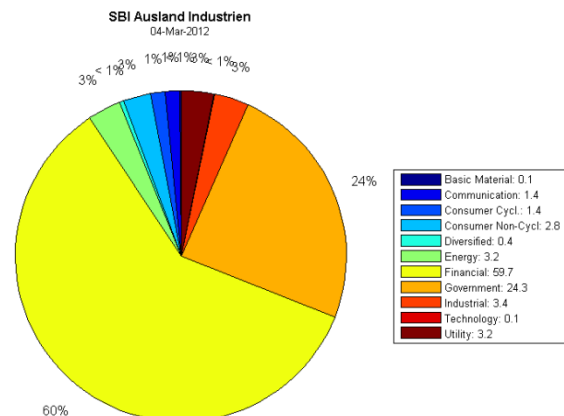
### Zwei Sektoren dominieren Obligationen Schweiz

Die Aufteilung nach Industrien ist erhellend.



Im SBI-Inland sind 43% der Schuldner aus dem Bereich der Finanzdienstleister (vor allem Banken) und weitere 43% Schulden der Regierung.

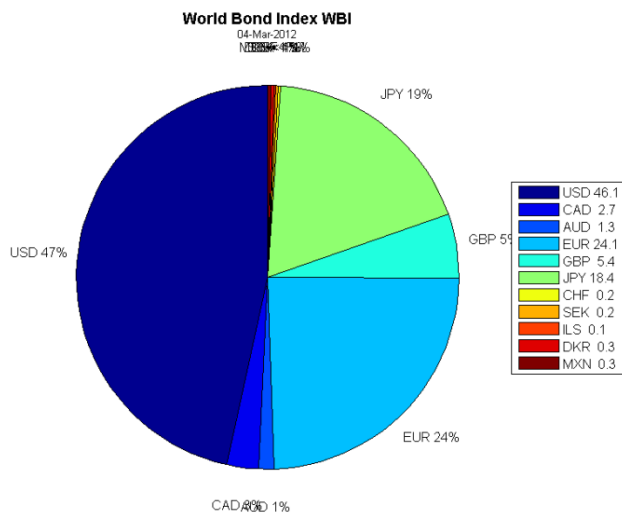
Die Industrien des Index SBI-Ausland sind ähnlich verteilt.



Finanzdienstleister repräsentieren 60% des Anlageuniversums, Regierungsanleihen 25%.

### Währungszusammensetzung des Welt-Bonduniversums

Wenden wir uns dem weltweiten Bonduniversum zu. Die folgende Grafik zeigt die Währungsgewichte des Welt-Obligationen-Indexes von ‚Bank-of-America / Merrill-Lynch‘.



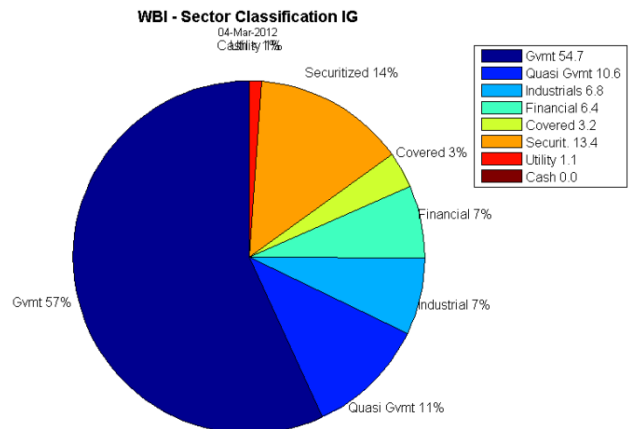
Knapp über 50% der weltweit ausstehenden Bonds sind aus den Währungsgebieten USD (47%), CAD (2.7%) und AUD (1.3%). Euro-Anleihen machen 24.1% aus, Japan als ebenfalls gewichtiger Währungsblock bringt es auf 18.4%, gefolgt von englischen Anleihen mit 5.4%. Die Anteile der anderen Länder sind relativ klein.

### Währungsrisiko wird nicht mit Ertrag entschädigt

Aus der Sicht von EUR bzw. CHF Anlegern ist der globale Währungsmix deutlich zu dollarlastig. Im Gegensatz zum Bond-Aktienmix, bei welchem steigende Aktienanteile neben dem Risiko auch das Ertragspotential erhöhen, gilt für Währungen, dass eine hohe Währungsvolatilität nicht entschädigt wird. Deutsche (Schweizer) Staatsanleihen wiesen 1997-2011 eine Volatilität von rund 4% (3.6%) p.a. auf, amerikanische Staatsanleihen eine solche in EUR (in CHF) von über 12% (11%). Wenn das Währungsrisiko von USD Staatsanleihen in den EUR (in den CHF) abgesichert wird, dann fällt die Volatilität auf weniger als die Hälfte, nämlich auf etwas über 5% (5%).

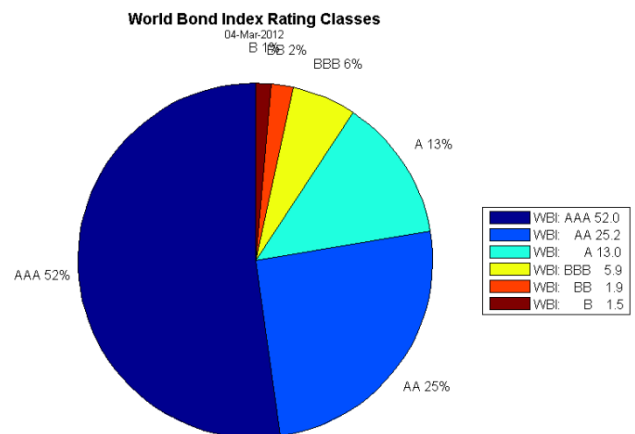
### Struktur des Welt-Obligationenmarktes

Folgende Grafik zeigt die Sektor-Klassifikation des Welt-Bond-Indexes.

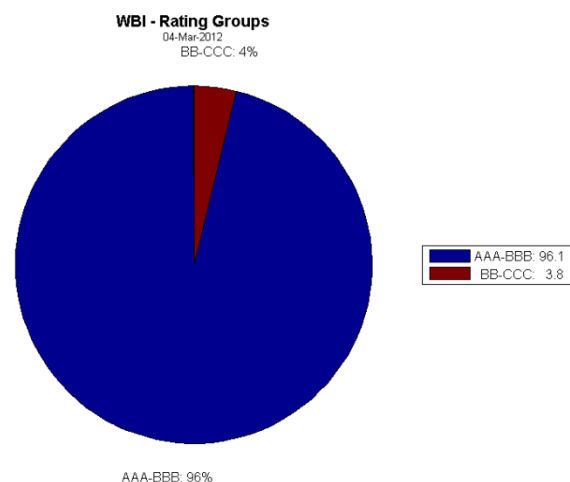


57% der weltweit ausstehenden Anleihen mit Investmentgrade Rating (AAA-BBB) wurden von Regierungen und 11% von fremdländischen Quasi-Regierungen emittiert.

Die Aufteilung nach Bonität zeigt folgendes Bild.



Bemerkenswert ist auch die Aufteilung nach ‚investment-grade‘ (AAA-BBB) bzw. ‚non-investment-grade‘ (BB-CCC)



## Staatsschuldenkrise und Bankbilanzrisiken sind engstens verzahnt

Gemäss den in Diskussion befindlichen neuen bankregulatorischen Vorschriften (Basel II bzw. Basel III) werden Banken weltweit deutlich mehr Eigenkapital ausweisen müssen, um die systemischen Risiken für die Steuerzahler zu reduzieren (Stichwort: ‚too big too fail‘). Hohe und steigende Staatsschulden werden von Investoren finanziert. Banken, Versicherungen und Pensionskassen sind in grossem Ausmass in Staatsanleihen investiert. Erstere insbesondere auch, weil sie – ganz nach dem Motto ‚Staaten gehen nicht Pleite‘ – dafür bisher kein Eigenkapital unterlegen mussten. Die Versicherungen werden folgen (Stichwort ‚Solvency II‘). In unseren Investorengesprächen mit Pensionskassen stellen wir fest, dass eine differenzierte Haltung zum kombinierten Risiko Staats- und Bankenleihen wenig verbreitet ist. Dabei sind die Rückkopplungseffekte von Staatsverschuldung und Bankbilanzen enorm. Die zu hohe Fremdverschuldung der Banken, der hohe Anteil an Staatsanleihen am Bankenportfolio und die Unfähigkeit der meisten Staaten, ihr Ausgabeverhalten im Verhältnis zu den Einnahmen zu zügeln bleiben auf Jahre hinaus ein giftiger Cocktail.

## Wie kann sich der einkommensorientierte Investor im aktuellen Marktumfeld positionieren?

Unsere optimierte Antwort für einkommensorientierte Bondstrategien – und die aktuelle Positionierung in unseren Obligationenportfolios – ist kurz und bündig:

1. **Wir ziehen kurze/mittlere Laufzeiten vor**  
Langes Laufzeitenrisiko in der Schweiz ist schlicht nicht entschädigt. Wir vermeiden lange Laufzeiten und sind in deutlich kürzere Laufzeiten investiert als ein index-orientierter Anleger
2. **Wir erzielen systematische Mehrerträge mit Bonitätsstrategien**  
Wir erzielen höhere Erträge, indem wir Nicht-Staatsanleihen substantiell höher gewichten
3. **Wir reduzieren das Systemrisiko Staaten und Banken massiv**  
Wir sind in Staats- und Bankenrisiken deutlich unter- und in Firmenleihen deutlich übergewichtet

## 4. Wir nutzen konsequent die Chancen des globalen Bonduniversums

Der Illiquidität und Enge des Schweizer Bondmarktes begegnen wir, indem wir weltweit systematisch aus einem Bonduniversum von rund 16'000 Anleihen auswählen

## 5. Wir vermeiden nicht entschädigtes Fremdwährungsrisiko

Wir sichern mindestens 2/3 des Nicht-CHF (bzw. Nicht-EUR) Währungsrisikos systematisch in die Konsumwährung (CHF bzw. EUR) unserer Investoren ab

## 6. Wir sind im Hinblick auf die aktuellen wirtschaftspolitischen Herausforderungen positioniert

Die Zinsen für kurzfristige Anlagen sind praktisch null, die Zinsen für längerfristige Anlagen sind extrem tief. Die realen Zinsen sind grösstenteils negativ. Lange Laufzeiten machen wenig Sinn, da das damit verbundene Risiko nicht entschädigt wird und die Chancen auf Zinssenkungen bzw. Risiken für Zinssteigerungen sehr asymmetrisch verteilt sind. Das Zentralbanken-Experiment enormer Geldmengenausweitung hat bestenfalls keine Auswirkungen auf die Inflation; eher entsteht Inflationspotential, was früher oder später Druck auf steigende Zinsen auslöst. Die Firmen (ex Financials) sind hervorragend aufgestellt. Die Fremdverschuldung ist sehr tief, die Margen und die Cash-Haltung sind hoch und das Ausgabeverhalten sorgfältig. Gleichzeitig sind die Zinsdifferenzen ggü. Staatsanleihen sehr hoch. Die Firmen sind damit überdurchschnittlich gut in der Lage, Zins- und Nominalrückzahlungen zu leisten.

## 7. Wir konstruieren die Bondportfolios äusserst sorgfältig und managen die Risiken vieldimensional

Wir analysieren ein Bonduniversum von 16'000 Schuldnern, identifizieren aktuell attraktive Investitionschancen und suchen täglich nach möglichen Verlierern. Wir konstruieren Bondportfolios sehr diszipliniert, verwenden die neusten Methoden aus dem Financial Engineering von Bonds und konstruieren gut ausbalancierte Bondportfolios entlang sämtlicher Risiko-Dimensionen.

So lassen sich im aktuellen Marktumfeld die Chancen maximieren und Risiken minimieren.