

Können Anleger Obligationen ersetzen?

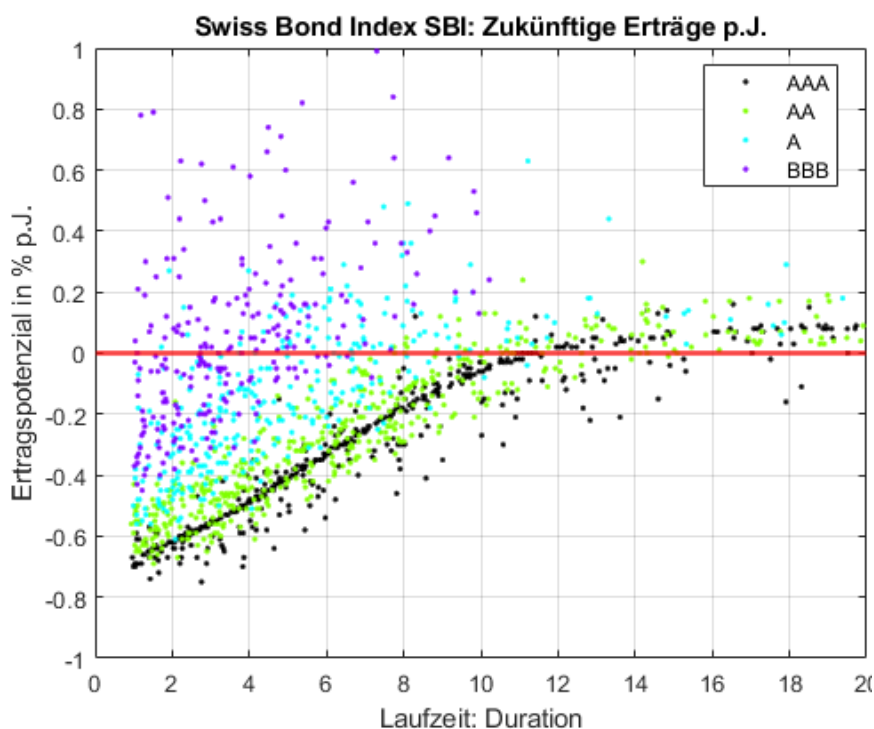
Roman von Ahⁱ

Obligationen («Bonds») bleiben auch in Zeiten tiefer Zinsen und attraktiver Aktienrenditen eine der wichtigsten Anlagekategorien. Sie sind nicht mit gleichwertigen Risiken ersetzbar. Die Substitution führt zu höheren und andersartigen Risiken.

Weshalb werden Bonds gehalten?

- Coupons: Regelmässiger Einkommensstrom, im Gegensatz zu Aktien, wo weder die Höhe noch der Zeitpunkt der Dividenden exakt bekannt sind.
- Konservative Anlage (tiefe Volatilität): die Wertschwankung – besonders in der Heimwährung – ist deutlich kleiner als von Aktien.
- Diversifikation: Aktien- und Anleihen bewegen sich nicht 1:1, mit risikomindernden Portfolio-Auswirkungen («Diversifikationsvorteile»).
- Schutz vor Wirtschaftsabschwung und Deflation: Inflation bringt höhere Güter- und Dienstleistungspreise. Dies ist für Bonds nicht gut, da ihr (konstanter) nomineller Einkommensstrom an Kaufkraft verliert. Eine Wirtschaftsabschwächung wirkt umgekehrt: Langsameres Wachstum senkt die Inflation; der fixe Einkommensstrom von Bonds bekommt eine höhere Kaufkraft. Parallel sinkt das Gewinnwachstum der Firmen, was Obligationen ggü. Aktien attraktiver macht.
- Weitere Gründe: Absicherung langfristiger Zahlungs-Verpflichtungen («Asset-Liability-Management»), Erfüllung Kapitalanforderungen seitens Aufsichtsbehörden, Zinsbeeinflussung beim Kauf grosser Bond-Mengen durch Zentralbanken («Quantitative Easing») u.a.

Die Bond-Reduktion zugunsten von Immobilien ist bei institutionellen Anlegern beliebt. Damit wollen sie der garantierten Kapitalvernichtung von Bonds entfliehen. Wie die untenstehende Grafik zeigt, bleibt die Mehrheit von CH-Bonds weit über die nächsten 10 Jahre hinaus im Kapitalvernichtungsbereich.



Bonds sind meistens verzinsliche Wertpapiere mit begrenzter Laufzeit, die von Staaten oder Unternehmen zur Kapitalbeschaffung emittiert werden. Im Gegensatz zu den Aktionären werden die Gläubiger von Firmen-Obligationen bei Zahlungsunfähigkeit des Schuldners bevorzugt.

Die Grafik zeigt die erwarteten Renditen von Schweizer Obligationen im Swiss Bondindex SBI für die nächsten 20 Jahre, in Abhängigkeit ihrer Kreditwürdigkeit. Die Punkte unterhalb der roten Null-Linie zeigen all die Anleihen, welche mit Garantie über die entsprechende Laufzeit (Duration in Jahren) hinweg zu einer Kapitalvernichtung führen werden.

Im Gegensatz zu Bonds sind Immobilienpreise von deutlich mehr Risiko-Faktoren abhängig als nur den Zinsen (Zinssensitivität «Duration»). Vielfältige Vertrags-Optionalitäten wirken, wie z.B. Mihnea Constantinescu («what is the duration of Swiss real estate?») der Universität Zürich zeigt:

- Zinsoption: höhere / tiefere Mieten in Abhängigkeit der Hypothekarzinsen
- Inflationsoption: höhere / tiefere Betriebskosten in Abhängigkeit der Inflation
- Renovierungsoption: höhere Mieten nach Renovationen
- Rücksetzungsoption: Ohne massgebliche Renovationen kann der Neu-Mieter verlangen, dass seine Miete in der Nähe des Vormieters liegen soll
- Generelle Marktkräfte wirken auf Mietänderungen. Immobilien-Cashflows werden auch von anderen Faktoren als Zins- / Diskontsatzänderungen beeinflusst

Immobilien geben einen Anspruch auf zukünftige Cashflows. Marktbedingungen, eingebettete Optionen und risikogerechte Diskontsätze führen zu einem variablen Einkommensstrom. Deshalb sind Immobilien keinesfalls ein Bondersatz, aber eine wichtige, eigenständige Anlagekategorie.

Auch andere beliebte Anlageerweiterungen sind keine Bond-Substitute, mit teilw. deutlich anderen Ertrags- und Risikoeigenschaften:

- Subordinated Loans, High Yield, Local Emerging Bonds: Bondmarktsegmente mit erhöhten Ausfall- und Währungsrisiken
- Insurance-Linked Bonds ILS: Erträge hängen von (verbrieften) versicherungstechnischen Risiken ab
- Grosse (kleine) Aktien: in Konkursfällen nachrangig zu Bonds, mit höheren Verlustrisiken behaftet; weder fixe Laufzeiten noch feste Dividenden, Börsen gehandelt (kleine Aktien sind weniger liquide)
- Privatmarktanlagen «Private Equity PE, Venture Capital VC»: dito, plus konzentrierte Geschäftsmodelle, lange Haltefristen (noch höhere Illiquidität), kein Börsenhandel
- Infrastrukturanlagen «Infra»: Als Segment von PE analog zu beurteilen
- Hedge Funds «HF»: unterschiedlichste Strategien mit ähnlichen Korrelationen zu Aktien wie PE

Anlagen sind gegenüber Zins-, Kredit-, Aktien- und Liquiditätsrisiken exponiert. Diese sind verknüpft mit Wachstums-, Rezessions-, Inflations-, Zahlungsbilanz-, Währungs-, Fiskal- oder polit-institutionellen Risiken.

Alternative Investments «AI» (PE, VC, Infra, HF) unterliegen in hohem Ausmass denselben Risikofaktoren wie die klassischen Anlagekategorien Cash, Bonds, Immobilien und Aktien. Die Finanzmarktforschung zeigt, dass der unterstellte Ertrag von AI oft über- und die Volatilität ebenso deutlich unterschätzt wird. Geglättete Renditeverläufe (hohe Autokorrelationen), zu tief ausgewiesene Volatilitäten und/oder Korrelationen überzeichnen Diversifikationsvorteile substantiell.

Fazit

Es gibt keine Chancen ohne Risiken, aber viele Risiken bringen keinen Ertrag. Erfolgreiches Anlegen nutzt Ertragschancen und verzichtet konsequent auf finanziell nicht kompensierte Risiken. Anlagekategorien sind wirksam entlohnte, d.h. nicht weiter diversifizierbare Risikoquellen. Die optimale Mischung von Cash, Obligationen, Immobilien und Aktien bestimmt den Anlageerfolg weitgehend. Bonds können nicht gleichwertig substituiert werden, denn vermeintliche Alternativen haben andere Ertrags-, Risiko- und Korrelationseigenschaften. Ohne umfassendes und tiefes Verständnis sind Enttäuschungen - vor allem in Krisen - einmal mehr vorprogrammiert.

SWISS ROCK

Swiss Rock Asset Management (www.swiss-rock.ch)

Swiss Rock Asset Management ist eine bankenunabhängige Fondsleitung nach Schweizer Recht, bewilligt, reguliert und beaufsichtigt durch die eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA. Swiss Rock ist spezialisiert auf die qualitativ hochwertige Verwaltung von institutionellen Geldern für Pensionskassen, Versicherungen, unabhängige Vermögensverwalter, Banken und Anlagefonds im In- und Ausland. Ihre systematischen Methoden identifizieren aus über 6'000 Aktien und 21'000 Obligationen weltweit die attraktivsten Investments. Diese werden in bestem Kundeninteresse zu optimalen Portfolios zusammengefügt.

ⁱ Dr. Roman von Ah, Verwaltungsratsdelegierter Swiss Rock Asset Management, Verwaltungsratspräsident und Dozent Ausbildungszentrum für Experten der Kapitalanlage AZEK