

Alternativen zu Staatsobligationen

Mehr Kreditrisiko statt Zinsänderungsrisiko

Die Verfallrenditen von Staatsobligationen sind teilweise bis zu einer Laufzeit von 10 Jahren negativ. Alternativen zu Staatsobligationen gibt es, allerdings muss man höhere Risiken in Kauf nehmen.

 IN KÜRZE

Alternativen zu Staatsobligationen sind vorhanden, wenn man bereit ist, in vertretbarem Umfang Gegenparteirisiken einzugehen.

Welche Alternativen für die Staatsobligationen gibt es? Folgende Alternativen kommen in Frage:

- Versicherungsbasierte Obligationen (ILS)
- Inflationsindexierte Obligationen
- High Yield Obligationen
- Senior (Secured) Loans
- Wandelanleihen von Banken (CoCos)
- Anleihen Schwellenländer (in Lokalwährung und in US-Dollar)

Mit Ausnahme von inflationsindexierten Obligationen sind diese Marktsegmente noch jung und wesentlich weniger gross und liquide als Staats- oder Unternehmensobligationen. Dafür wachsen und reifen diese Märkte schnell. Zu beachten gilt es, dass ein Teil dieser Anlagen aus regulatorischer Sicht als alternative Anlagen klassifiziert wird und dementsprechend Anpassungen in den Anlagerichtlinien notwendig sein können.

Versicherungsbasierte Obligationen

Diese Form von Obligationen gibt es seit etwa zehn Jahren. Emittenten sind Rückversicherer, die einen Teil ihrer Risiken an Investoren auslagern. Neben dem Obligationenmarkt existiert ein sehr grosser Markt, bei dem Anleger (in der Regel Fonds) direkt Verträge mit den Rückversicherern abschliessen. Der Markt ist recht konzentriert, die Bewertung der Obligationen ist anspruchsvoll und die Liquidität ist eingeschränkt. Obligationen und Direktverträge sind variabel verzinslich. Die attraktivste Eigenschaft dieser Obligationen ist, dass die Renditen keine Korrelation zur Marktentwicklung aufweisen, da sie vom Eintreten eines Schadensereignisses abhängen. Historische Renditen und Risiko

sind bemerkenswert. Der einzige nennenswerte Verlust fiel 2011 im Zuge von Fukushima an.

Inflationsindexierte Obligationen

Inflationsindexierte Obligationen haben hohe Ratings und lange Laufzeiten. Zudem sind sie die einzige Anlageform, die einen direkten und exakten Inflationschutz gewährleistet. Die Performance weicht je nach Verlauf der Inflation deutlich von der Performance klassischer Obligationen ab. Wenn die Inflationsrate entsprechend der Erwartung der Marktteilnehmer ausfällt, ist die Performance identisch. Fällt die Inflation höher als die Erwartungen aus, schneiden inflationsindexierte Obligationen besser ab. Fällt sie tiefer als die Erwartungen aus, schneiden klassische Obligationen besser ab. Allerdings gibt es keine inflationsindexierte Obligationen in Schweizer Franken.

Zu beachten ist, dass trotz langer Duration das Zinsänderungsrisiko nicht gleich ist wie bei klassischen Obligationen. Je nachdem, was den Zinsanstieg verursacht, können sich die Preise von inflationsindexierten Obligationen gegenläufig zur Preisentwicklung von klassischen Obligationen verändern.

High Yield Obligationen

Der High-Yield-Bond-Markt entstand vor rund 25 Jahren. Er ist inzwischen ein verhältnismässig reifer Markt. Stetig fallende Zinsen und Risikoaufschläge haben historisch satte Gewinne gebracht. Dieses Ertragspotenzial wird aber erkaufte durch deutlich höhere Schwankungen und eine hohe Korrelation zu Aktien. Daher überrascht es nicht, dass während der Finanzkrise



Andreas Homberger
Hinder Asset Management

enorme Verluste angefallen sind. Ende 2008 brach der Markt um fast 40 Prozent ein. Es kommt hinzu, dass der Markt in Stresssituationen sehr illiquide ist und die Spreads zwischen Geld- und Briefkurs einer Obligation mehrere Prozentpunkte ausmachen können.

Senior (Secured) Loans

Senior Loans sind den High-Yield-Bonds sehr ähnlich. Sie beziehen sich ebenfalls auf Unternehmen mit einem Rating unterhalb von BBB. Im Gegensatz zu einer High-Yield-Obligation wird das Geld hingegen über einen Bankkredit beschafft. In der Regel ist dieser Kredit voll besichert und im ersten Rang. Damit ist das Verlustrisiko deutlich tiefer als bei High-Yield-Obligationen. Der zweite Unterschied ist, dass diese Kredite variabel verzinslich sind, so dass das Zinsänderungsrisiko entfällt.

Der Markt ist nur sehr beschränkt liquide und alle Transaktionen laufen ausserbörslich ab. Als Investoren treten vor allem Fonds und institutionelle Anleger auf.

CoCos

CoCos (Contingent Convertible Bonds) sind nachrangige Obligationen, die bei Unterschreiten eines Triggers in Bezug auf die Eigenkapitalquote einer Bank automatisch in Eigenkapital umgewandelt werden. Sie sind also eine spezielle Form von Wandelanleihen. Allerdings gibt es im Unterschied zur Wandelanleihe kein Wandlungsrecht. Durch die jüngsten Verschärfungen in den Eigenkapitalvorschriften von Banken, sind viele Institute gezwungen, solche Obligationen zu emittieren. Dadurch sind

Coupons und Verfallrenditen ausserordentlich attraktiv. Da sich die Eigenkapitalvorschriften in den nächsten Jahren weiter verschärfen werden, wird der Markt weiter schnell wachsen.

Die Liquidität im Markt ist höher, als man vermuten mag. Aktuell sind Emissionen mehrfach überzeichnet und es gibt rund 20 Broker, die kontinuierlich Preise stellen.

Anleihen Schwellenländer

Anleihen aus Schwellenländern werden immer mehr in Portfolios von institutionellen Anlegern integriert. Die Feststellung, dass Schwellenländer inzwischen die Hälfte der Weltwirtschaft ausmachen und daher weder bei Aktien noch bei Obligationenanlagen ignoriert werden sollten, setzt sich zunehmend durch. Inzwischen liegt das durchschnittliche Rating bei etwa BBB.

Der Markt ist unterteilt in Obligationen, die in US-Dollar denominiert sind, und Obligationen, die in Lokalwährung denominiert sind.

Bei US-Dollar-Obligationen ist eine Währungsabsicherung problemlos realisierbar, während bei Anleihen in Lokalwährung eine kostengünstige Absicherung nicht möglich ist.

Zinsänderungsrisiko durch Kreditrisiko ersetzt

Die insgesamt 6 vorgestellten Obligationenalternativen tragen erheblich zu einer besseren Diversifikation bei, und es können mit vertretbaren Risiken höhere Renditen erzielt werden. Letztlich wird mit diesen Alternativen das bis anhin dominierende Zinsänderungsrisiko durch

mehr Kreditrisiko ersetzt, so dass die beiden Risikokategorien ausgeglichener sind. Die Märkte sind weniger liquide als Staatsobligationen der Industrieländer, aber die Markttiefe ist hoch genug, um jeweils mindestens 100 Mio. Franken investieren zu können.

In der Tabelle «Marktüberblick Obligationen-Alternativen» sind die wichtigsten Eigenschaften dieser Märkte nochmals zusammengefasst.

Integration in die Asset Allocation

Um die Eigenschaften eines um die alternativen Obligationenmärkte ergänzten Portfolios aufzuzeigen, verändern wir die Obligationenallokation so, dass insgesamt 15 Prozent des Gesamtportfolios zu Lasten von inländischen Obligationen sowie Obligationen Global in diese Marktsegmente investiert werden. Dabei wird mit Ausnahme von Schwellenländer-Obligationen in Lokalwährung jeweils auf währungsgesicherter Basis investiert. Auf historischer Basis seit Ende 2003 ist die Performance des adjustierten Portfolios nur geringfügig besser als bei einem klassischen Portfolio. Insbesondere die Finanzkrise hat sich sehr negativ auf die Alternativen ausgewirkt. Hinzu kommt, dass die stetig fallenden Zinsen langlaufenden Staatsobligationen eine enorm gute Performance beschert haben.

Anders sieht die Situation aus, wenn man zukünftige Renditen modelliert. Dabei unterstellen wir, dass die Renditen der verschiedenen Obligationenmärkte jeweils ihrer derzeitigen Verfallrendite entsprechen. Damit ergibt sich dann folgendes Bild: Ein adjustiertes Portfolio hat eine erwartete Rendite, die um 0.7 Prozent pro Jahr höher ist. Das Risiko steigt um ca. 0.5 Prozent, so dass sich das Verhältnis von Rendite zu Risiko (Sharpe Ratio) klar verbessert. **I**

Marktüberblick Obligationen-Alternativen (2003–2015)

Markt	Hist. Rendite	Hist. Risiko	Verfallrendite	Duration	Rating
Obligationen Schweiz	3.9%	3.6%	-0.2%	9.4	AAA-BBB
Obligationen Global (hedged)	3.5%	2.7%	1.0%	7.5	AAA-BBB
Insurance Linked (hedged)	4.9%	2.0%	5.0%	0.0	BBB
Inflationsindexiert (hedged)	4.2%	5.2%	-0.5%	12.0	AAA-BBB
High Yield (hedged)	5.5%	10.3%	6.3%	4.3	<BBB
Senior Loans Hedged	3.9%	7.7%	6.0%	0.0	<BBB
CoCos (hedged)	n.a	n.a	6.5%	4.0	BB
Schwellenländer USD	6.9%	8.7%	5.0%	6.0	BBB
Schwellenländer Lokalwährung	4.5%	10.1%	5.4%	7.5	BBB

Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management, Pimco, LGT, Invesco