

«Home bias» bringt tiefe Erträge bei hohem Risiko

Die Anlagekategorie Obligationen ist bei Einrichtungen der beruflichen Vorsorge sehr beliebt. Ende 2012 waren 35% bzw. CHF 236 Milliarden der Anlagen von Pensionskassen in Obligationen investiert. Von diesen versprechen sich Vorsorgeeinrichtungen stabile Erträge und Cash Flows bei überschaubarem Risiko. Obligationen eignen sich zudem hervorragend, um die Verpflichtungsseite einer Pensionskasse mit der Aktivseite auszubalancieren, denn beide Seiten haben wiederkehrende Cash Flows als Eigenschaft, einmal in Form von Renten und einmal in Form von Coupons und Rückzahlungen. Trotzdem führt die Anlagekategorie in der öffentlichen Wahrnehmung eher ein Schattendasein, da sie für viele schlicht «zu langweilig» ist. Es ist an der Zeit, die Anleihen etwas ins Rampenlicht zu rücken, denn in keiner anderen Anlagekategorie liegen derzeit mehr Vorsorgegelder.

Der Benchmark für Anleihen im Schweizer Franken ist der Swiss Bond Index (SBI), welcher das gesamte Universum von Obligationen im Investmentgrade abbildet. Von den eingangs erwähnten 35% in Obligationen investierten Vorsorgeeinrichtungen etwa die Hälfte (48%) in Anleihen von inländischen Schuldner, dies obwohl der Schweizer Franken Markt vergleichsweise klein ist. Macht das Sinn?

Bei genauerer Betrachtung des SBI Indexes fällt auf, dass dieser von einzelnen Segmenten dominiert wird und keineswegs eine ausreichende Diversifikation anbietet. Ganze 79% des ausstehenden Volumens im Inlandsegment werden von den folgenden vier Schuldnergruppen gestellt: 31% Schweizer Eidgenossenschaft, 29% Pfandbriefbanken Schweiz, 12% Banken Schweiz und 7% Kantone. Eine Passivierung dieses Indexes ist geradezu fahrlässig. Die durchschnittliche Rendite dieser Schuldnergruppe liegt bei 0,34% (!) bei einer Laufzeit von 3,95 Jahren. Angenommen diese Schuldnergruppe wird über einen Fund verwaltet, bleibt nach Kosten im besten Fall eine schwarze Null. Fazit: Viel Risiko, null Ertrag.

Es scheint, als würden einige Vorsorgeeinrichtungen bei Anlagen in Obligationen eine grundlegende Maxime des Investierens verletzen: Man legt nicht alle Eier in denselben Korb! Oder etwas akademischer: Ohne ausreichende Diversifikation hat man Risiken, für welche man vom Markt nicht entschädigt wird. Es wird oftmals argumentiert, dass Investitionen in die Schweizer Eidgenossenschaft oder in Pfandbesicherte Anleihen nahezu risikolos

sind. Die vergangenen zehn Jahre haben allerdings verdeutlicht, dass es so etwas wie eine risikolose Anlage nicht gibt. Was geschieht, wenn in der Schweiz die Immobilienpreise stark sinken und der Staat plötzlich wie in Irland Banken retten muss? Eines ist sicher, das vorgängig beschriebene Portfolio möchte in einem solchen Marktumfeld kein Investor halten. Neben den positiven Eigenschaften von Anleihen muss dem Investor bewusst sein, dass er in Kreditrisiken investiert. Auch eine aus heutiger Sicht risikolose Anleihe kann von einem Ausfall betroffen sein. Eine Passivierung des Schweizer Obligationen Indexes (SBI) entschädigt dieses Risiko nur schlecht, da aufgrund der schlechten Diversifikation unnötige Marktrisiken eingegangen werden. Wäre es nicht angezeigt, dass Schweizer Vorsorgeeinrichtungen von der Übergewichtung heimischer Schuldner abkom-

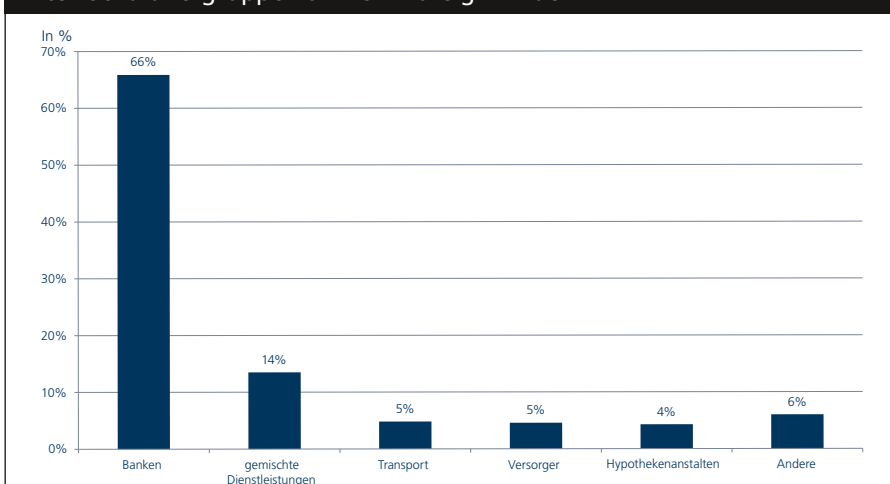
men («Home Bias» im Fachjargon)? Der Markt für US Unternehmensanleihen ist heute 14 Mal grösser als der SBI Gesamtindex und bietet eine grosse Schuldnervielfalt. Ein Investor kann aus 3'351 «nicht Finanz» Unternehmen auswählen.

Einzelne Vorsorgeeinrichtungen haben schon heute damit begonnen, ihre Quote in Fremdwährungsanleihen zu erhöhen. Diese Entwicklung ist aus Sicht der Versicherten zu begrüssen, da es den Pensionskassen erlaubt, trotz tiefen Zinsen mit weltweit diversifizierten Risiken höhere Erträge zu erzielen.

Die PKRück hat aufgrund steuerlicher Einschränkungen ein noch viel kleineres Anlageuniversum im Schweizer Franken. Aufgrund der Verrechnungssteuer auf Inlandanleihen kommt für uns nur das sogenannte «Auslandsegment» in Frage, wel-

Fortsetzung Seite 12

Anteil Schuldnergruppen am «SBI Foreign» Index



Fortsetzung von Seite 11

ches Obligationen von Emittenten mit Domizil im Ausland beinhaltet. In diesem Segment nehmen die Banken als Schuldner gar 66% des ausstehenden Volumens ein. Es ist für uns allein deshalb nicht möglich, den «Benchmark» zu passivieren. Ein Depot mit 66% Bankenexposure, welche



Andreas Baer
Asset Management PKRück AG

untereinander eine hohe Vernetzung aufweisen und teilweise undurchsichtige Bilanzen haben, ist für uns nicht zu verantworten.

Neben der schlechten Verteilung innerhalb des Auslandsegments beobachten wir zudem, dass das Volumen insgesamt rückläufig ist. Seit dem Jahr 2011 nimmt die Emissionstätigkeit von Auslandschuldnern ab. Daran kann nicht die Nachfrageseite schuld sein. Wie bereits beschrieben wäre es für Schweizer Anleger sehr wünschenswert, wenn mehr ausländische Unternehmen den Kapitalmarkt begehen würden. Leider hat die Attraktivität des Schweizer Frankens aufgrund der weltweit sinkenden Zinsen und den hohen Absicherungskosten in den vergangenen drei Jahren stark abgenommen. Darunter leidet die Vielfältigkeit im SBI und die Diversifikation nimmt laufend ab.

Wir sind deshalb darauf angewiesen, auch in den Währungen US-Dollar und Euro zu investieren. Damit erreichen wir

eine hervorragende Schuldnerdiversifikation in Branchen, Ländern, Kreditqualitäten und Laufzeiten. Dank dieser Diversifikation konnten wir eine Vielzahl von Krisen am Anleihenmarkt elegant umschiffen und weisen eine über mehrere Jahre andauernde Überrendite zum SBI aus.

Die durchschnittliche Schweizer Pensionskasse hält gemäss Publikationen des Bundesamtes für Statistik etwa 35% des Anleihen-Portfolios in Fremdwährungen, wohingegen wir bereits 60% unseres Depots in Fremdwährungen investiert haben. Die Pensionskassen müssen sich fragen, ob eine so tiefe Quote unter genannten Einschränkungen des Schweizer Marktes noch gerechtfertigt ist.

Dabei geht es nicht darum, zusätzliche Währungsrisiken ins Portfolio aufzunehmen, sondern darum, unser Schuldneruniversum zu erweitern. Die Engagements in Fremdwährung sichern wir via Terminverkäufe gegen Währungsschwankungen ab. Das gesamte Währungsportfolio wird dabei drei monatlich gerollt, d.h. auf einen Termin gegen Schweizer Franken verkauft. Diese Transaktionen werden mit einer Bank als Gegenpartei vorgenommen und können

Kosten verursachen. Die PKRück ist deshalb darauf angewiesen, die besten Handelskonditionen zu erhalten. Dafür ist es wichtig, eine möglichst grosse Transparenz herzustellen und die Kurse der einzelnen Handelsbanken zu vergleichen. Schon kleinste Kursabweichungen können je nach gehandeltem Volumen zu mehreren Hunderttausend bis Millionen Franken Mindererträgen führen, welche dem Versicherten vorenthalten werden und im Ertrag des Devisenhändlers der Bank landen.

Eine höhere Schweizer Franken-Quote wäre zwar wünschenswert – da dies die Administration erleichtern würde und die Kosten für das Hedging wegfallen würden – doch der Schweizer Franken Markt bietet zu wenig Diversifikation, um ein seriöses Portfolio aufzubauen. Das Exposure der Banken ist zu hoch und es lassen sich bedeutend weniger Unternehmensanleihen finden. Zudem scheint der heimische Markt aufgrund der tiefen Zinsen und den hohen Absicherungskosten derzeit für ausländische Emittenten nicht begehbar. Wir hoffen, dass sich dies mit steigenden Zinsen ändert und wieder vermehrt «Ausländer» an den Schweizer Kapitalmarkt kommen.

Ausstehendes Anlagevolumen im Swiss Bond Index

