

Investment viewpoint

An Schweizer Unternehmens- anleihen führt im Tiefzinsumfeld kein Weg vorbei

Nur für professionelle Investoren • Swiss Fixed Income

Dezember 2021

Macht es überhaupt Sinn, bei so tiefen Zinsen in CHF-Anleihen zu investieren?

Diese Frage wurde in den letzten 20 Jahren immer wieder aufgeworfen, obwohl die Performance von CHF-Anleihen aufgrund der stetig sinkenden Zinsen eigentlich durchwegs sehr gut ausfiel. Schon zu Beginn des neuen Jahrtausends hatten viele Anleger den Eindruck, dass eine Verfallrendite von 2,5% für eine 10-jährige Eidgenossen-Anleihe zu wenig sei, wenn man doch für dasselbe Risiko in den 1990er-Jahren mit mehr als 4% entschädigt wurde. Weil die Zinsen im Nachgang der globalen Finanzkrise weiter sanken und nach der Intervention der Schweizerischen Nationalbank (SNB) Anfang 2015 sogar in den negativen Bereich rutschten, hat die Frage nach dem Sinn von Investitionen in CHF-Anleihen zusätzlich an Brisanz gewonnen.

Ende November 2021 wies die 10-jährige Eidgenossen-Anleihe eine Verfallrendite von -0,23% auf. Forderten die Investoren in der Vergangenheit für das Halten einer Eidgenossen-Anleihe noch eine Prämie für den Konsumverzicht ein, scheinen sie nun bereit, für das «Parkieren» ihres Geldes in sicheren Anleihen eine Prämie zu bezahlen.

Das klassische Diversifikationsargument

Das klassische Argument, weshalb Anleihen ein fester Bestandteil von jedem ausgewogenen Portfolio sein sollten, basiert weniger auf Renditeerwartungen als vielmehr auf Diversifikationsüberlegungen. Weil ein gut diversifiziertes Aktienportfolio mit einem langen Anlagehorizont pro Jahr rund 3% bis 4% mehr als ein ausgewogenes Obligationenportfolio abwerfen sollte, müsste man sein Geld bei einer reinen Renditesicht langfristig eigentlich ausschliesslich in Aktien anlegen.

Das Problem bei dieser Strategie liegt jedoch darin, dass die zwischenzeitliche Volatilität in der Performance des Aktienportfolios beträchtlich sein kann und viele Investoren angesichts des Risikos von grossen Verlusten nicht den Mut oder die Möglichkeit haben, ausschliesslich in Aktien investiert zu sein respektive zu bleiben. Um die hohe Volatilität von Aktien etwas zu glätten, müssen dem Portfolio andere Anlagekategorien beigemischt werden, welche insbesondere in Perioden mit schlechten Aktienmärkten stabilisierende positive Performancebeiträge erzielen können.

Wie sich in der Vergangenheit gezeigt hat, weisen Obligationen diese Eigenschaften auf und werden deshalb traditionellerweise als diversifizierendes Element in der Portfoliokonstruktion verwendet. Wir wissen beispielsweise, dass der Schweizer Aktienmarkt über einen Zeitraum von zwölf Monaten auch schon mal fast 40% verloren hat, während der maximale



Markus Thöny
Head of Swiss Fixed Income



Philipp Burkhardt, CFA
Fixed Income Strategist and
Portfolio Manager

12-Monats-Verlust eines ausgewogenen CHF-Obligationenportfolios noch nie höher war als 4%. Abhängig vom gewünschten Performanceergebnis, der Risikotoleranz oder dem maximal verkraftbaren Portfolioverlust kann der Anteil der Obligationen in einem ausgewogenen Portfolio variieren. Je mehr Obligationen ein Portfolio enthält, desto weniger stark sollte die Portfolioperformance schwanken und desto kleiner sollten auch potenzielle Verluste sein.

Korrelationen mit CHF-Unternehmensanleihen bleiben attraktiv

Im derzeitigen Tiefzinsumfeld ist jedoch zu prüfen, ob die Diversifikationseigenschaften von Obligationen überhaupt noch Bestand haben. Abbildung 1 zeigt die Korrelation zwischen Schweizer Aktien und Anleihen in den letzten Jahren. Dabei wird deutlich, dass insbesondere Eidgenossen-Anleihen (gemessen mit dem Eidgenossen-Index) seit der Einführung von Negativzinsen im Jahr 2015 etwas von ihren Diversifikationsqualitäten eingebüsst haben. Auf der anderen Seite haben CHF-Unternehmensanleihen (gemessen mit dem SBI A-BBB Index) in dieser Zeit interessanterweise etwas weniger mit Aktien korreliert als vor 2015. Das mag unter anderem mit einem veränderten Anlegerverhalten zu tun haben. Beim Verkauf von Aktien suchten die Anleger aufgrund der geringen Renditeerwartung wohl nicht mehr hauptsächlich risikoarme Anleihen, sondern sie dürften vermehrt auch in Unternehmensanleihen aus dem Investment-Grade Bereich investiert haben.

Bei einer Analyse der Zusammensetzung der Anlageuniversen von CHF-Anleihen und Aktien stellt man zudem fest, dass die titelspezifischen Risiken über die beiden Anlagekategorien ziemlich gut diversifiziert sind. Vergleicht man die Liste der Unternehmen,

die aktuell CHF-Anleihen im Investment-Grade-Bereich ausstehend haben, mit jenen im breiten Swiss Performance Index (SPI), so zeigt sich, dass die Überlappung auffallend klein ist. Von den rund 200 Emittenten am CHF-Unternehmensanleihenmarkt haben gut 150 bis dato keine Aktien ausgegeben. Insgesamt zeigen diese Analysen, dass CHF-Unternehmensanleihen im Zeitraum 2015 bis 2021 fast gleich gut wie Eidgenossen-Anleihen diversifizierten und mit einem wesentlich geringeren Schwankungsrisiko dennoch eine ähnliche Performance zu erzielen vermochten.

Sollten Anleger andere Diversifikationsmöglichkeiten suchen?

Aufgrund des aktuellen Tiefzinsumfelds dürfte die SNB wenig Spielraum haben, die Zinsen als Reaktion auf etwaige bevorstehende Krisen weiter zu senken. Deshalb kann vermutet werden, dass der bekannte Krisenschutz von Anleihen etwas geringer ausfallen könnte. Heisst das, man sollte auf CHF-Anleihen komplett verzichten und stattdessen andere Diversifikationskandidaten suchen, welche zudem mehr Performance versprechen?

Zunächst stellt man fest, dass die Renditeerwartungen der meisten anderen zur Auswahl stehenden Diversifikationskandidaten ebenfalls deutlich unter den langfristigen Durchschnittswerten liegen. Die extrem tiefen (gar negativen) Risikoprämien für die risikolosen Anleihen führen nämlich dazu, dass die Risikoprämien von anderen Anlagekategorien ebenfalls geringer sind.¹ Zudem sind die Möglichkeiten, in das breitere Anleihenuniversum zu investieren, häufig um ein Vielfaches grösser, ausgewogener und liquider. Viele alternative Diversifikationskandidaten sind schwerer handelbar, werden möglicherweise nicht täglich bewertet, dürften gemessen an ihrem Gesamtmarktvolumen viel kleiner sein und fokussieren nicht

ABBILDUNG 1: KORRELATION VON CHF-ANLEIHENINDIZES MIT DEM SWISS PERFORMANCE INDEX (SPI)

KORRELATIONSMATRIX	2008-2014				2015-2021			
	SBI AAA-BBB INDEX	SBI A-BBB INDEX	EIDG INDEX	SPI	SBI AAA-BBB INDEX	SBI A-BBB INDEX	EIDG INDEX	SPI
SBI AAA-BBB Index	1,00				1,00			
SBI A-BBB Index	0,80	1,00			0,90	1,00		
Eidgenossen Index	0,82	0,37	1,00		0,96	0,75	1,00	
EIDG 1-10 Index	0,73	0,29	0,93		0,92	0,73	0,93	
EIDG 10+ Index	0,84	0,42	0,97		0,94	0,73	1,00	
SPI	0,13	0,45	-0,21	1,00	0,00	0,19	-0,05	1,00
Annualisierter Return (A)	4,03%	3,97%	4,46%	5,21%	1,02%	0,99%	1,36%	9,22%
Annualisierte Volatilität (B)	2,81%	2,94%	3,89%	13,18%	3,59%	2,99%	5,70%	12,06%
Risikoadjustierter Return (A/B)	1,44	1,35	1,15%	0,40	0,28	0,33	0,24	0,76

Datenquelle: Bloomberg, Monatliche Total Returns in der Periode 31.01.2008 – 31.08.2021.

¹ Die Risikoprämie einer Anlagekategorie ist die Summe der Prämien, die man für die verschiedenen Risiken der Anlagekategorie erhält. Die grundlegende Prämie für sämtliche Anlagekategorien ist die «Konsumverzichtsprämie», sprich die Prämie für risikolose/risikoarme Anleihen.

selten auf Nischenmärkte (Themen, Sektoren respektive Regionen). Insbesondere die Bewertungsproblematik kann dazu führen, dass sich die Diversifikationseigenschaften dieser alternativen Kandidaten oft nur schwer bestimmen lassen und nicht selten überschätzt werden.

Ausgewählte CHF-Unternehmensanleihen überzeugen durch gute Rendite-Risiko-Eigenschaften

Wir haben gezeigt, dass CHF-Anleihen auch im Tiefzinsumfeld gute Diversifikationseigenschaften aufweisen. Da sie ausserdem täglich handelbar und bewertbar sind, das Anlageuniversum genügend gross und gut diversifiziert ist sowie eine sehr gute durchschnittliche Bonität aufweist, sind wir überzeugt, dass CHF-Obligationen auch künftig ein fester Bestandteil jedes ausgewogenen Portfolios sein sollten.

Wir sind jedoch auch überzeugt, dass es für Anleiheninvestoren zukünftig wichtig sein wird, die Strukturierung ihrer CHF-Obligationenportfolios zu überdenken. Während man sich in den 1990er-Jahren fast nur auf das Segment der risikoarmen Anleihen im AAA- und AA-Bereich fokussieren konnte, muss man sich heute zwingend auch mit dem Kreditrisiko beschäftigen. Nur mit der sorgfältigen Auswahl von Unternehmensanleihen ist es möglich, die Performance der Anlagekategorie zu verbessern, ohne dabei das nötige und gewünschte Diversifikationspotenzial zu verlieren.

Ein Anlageansatz, der auf einer fundierten Kreditanalyse sowie einer sorgfältigen Integration von zielgerichteten Nachhaltigkeitskriterien basiert, kann das Ausfallrisiko von Investitionen in A- und BBB-Unternehmensanleihen mindern. Zudem dürfte die Veränderung des

Fokus weg von risikoarmen Anleihen hin zu Unternehmensanleihen dazu führen, dass das Anleihen Portfolio insgesamt etwas weniger Zinsrisiken enthält und die Renditeerwartungen des Portfolios um bis zu 1% erhöht werden kann, ohne dadurch substantiell höhere Schwankungs- und Verlustrisiken einzugehen. Gleichwohl wird das Ausfallrisiko eines Unternehmensanleihenportfolios im A-/BBB-Bereich marginal höher liegen.

Im Wesentlichen geht es also bei der Strukturierung des «optimalen» Anleihen Engagements im Gesamtportfolio um die richtige Abwägung zwischen Rendite, Risiko und Diversifikation. Durch eine Verkürzung der Zinsrisiken im Anleihen Portfolio geht das Diversifikationspotenzial von Anleihen nicht verloren und die Anleger können im Fall von steigenden Zinsen sogar von der geringeren Zinssensitivität profitieren. Der Verlust bei der Laufzeitenprämie sollte durch die Investition in Unternehmensanleihen im A-/BBB-Bereich mehr als kompensiert werden. Unternehmensanleihen schneiden zudem bei steigenden Zinsen in der Regel besser ab als risikoarme Anleihen mit gleicher Laufzeit, weil die Kreditrisikoprämien im Zuge einer wirtschaftlichen Erholung üblicherweise kleiner werden und somit einen positiven Return-Beitrag leisten.

Unter Berücksichtigung all dieser Faktoren schliessen wir mit folgendem Kredo: CHF-Unternehmensanleihen weisen nach wie vor ein vergleichsweise gutes Rendite-Risiko-Profil auf und gewinnen dank den guten Diversifikationseigenschaften zusätzlich an Attraktivität. Darum gehören sie unseres Erachtens in jedes ausgewogene Portfolio.

WICHTIGE HINWEISE

Nur für professionelle Investoren.

Dieses Dokument wird von Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited herausgegeben, einer von der britischen Finanzaufsichtsbehörde FCA zugelassenen und regulierten Gesellschaft, die unter der Registernummer 515393 im FCA-Register eingetragen ist.

Lombard Odier Investment Managers („LOIM“) ist ein Markenzeichen.

Dieses Dokument wird ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt und stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers oder einer Dienstleistung dar. Es darf nicht in Rechtsordnungen verbreitet, veröffentlicht oder genutzt werden, in denen eine solche Verbreitung, Veröffentlichung oder Nutzung rechtswidrig wäre. Dieses Dokument enthält keine personalisierte Empfehlung oder Beratung und ersetzt keinesfalls eine professionelle Beratung zu Anlagen in Finanzprodukten. Anleger sollten vor Abschluss eines Geschäfts die Angemessenheit der Investition unter Berücksichtigung ihrer persönlichen Umstände sorgfältig prüfen und gegebenenfalls einen unabhängigen Fachberater hinsichtlich der Risiken und etwaiger rechtlicher, regulatorischer, finanzieller, steuerlicher und buchhalterischer Auswirkungen konsultieren. Dieses Dokument ist Eigentum von LOIM und wird den Empfängern ausschließlich zum persönlichen Gebrauch überlassen. Es darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung von LOIM weder ganz noch auszugsweise vervielfältigt, übermittelt, abgeändert oder für einen anderen Zweck verwendet werden. Dieses Dokument gibt die Meinungen von LOIM zum Datum seiner Veröffentlichung wieder.

Weder das vorliegende Dokument noch Kopien davon dürfen in die USA, in die Gebiete unter der Hoheitsgewalt der USA oder in die der Rechtsprechung der USA unterstehenden Gebiete versandt, dorthin mitgenommen, dort verteilt oder an US-Personen bzw. zu deren

Gunsten abgegeben werden. Als US-Person gelten zu diesem Zweck alle Personen, die US-Bürger oder Staatsangehörige sind oder ihren Wohnsitz in den USA haben, alle Personengesellschaften, die in einem Bundesstaat oder Gebiet unter der Hoheitsgewalt der USA organisiert sind oder bestehen, alle Kapitalgesellschaften, die nach US-amerikanischem Recht oder dem Recht eines Bundesstaates oder Gebiets, das unter der Hoheitsgewalt der USA steht, organisiert sind, sowie alle in den USA ertragssteuerpflichtigen Vermögensmassen oder Trusts, ungeachtet des Ursprungs ihrer Erträge.

Datenquelle: Sofern nicht anders angegeben, wurden die Daten von LOIM aufbereitet.

Obwohl gewisse Informationen aus als verlässlich geltenden öffentlichen Quellen stammen, können wir ohne eine unabhängige Prüfung die Genauigkeit oder Vollständigkeit aller aus öffentlichen Quellen stammenden Informationen nicht garantieren.

Die in diesem Dokument geäußerten Ansichten und Einschätzungen dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Empfehlung von LOIM zum Kauf, Verkauf oder Halten von Wertpapieren dar. Die Ansichten und Einschätzungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt dieses Dokuments und können sich ändern. Sie sind nicht als Anlageberatung zu verstehen.

Dieses Material darf ohne vorherige Genehmigung von Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited . weder vollständig noch auszugsweise (i) in irgendeiner Form oder mit irgendwelchen Mitteln kopiert, fotokopiert oder vervielfältigt oder (ii) an Personen abgegeben werden, die nicht Mitarbeiter, leitende Angestellte, Verwaltungsratsmitglieder oder bevollmächtigte Vertreter des Empfängers sind. im Vereinigten Königreich gilt dieses Material als Werbematerial; es wurde von Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited. genehmigt, die von der FCA zugelassen wurde und deren Aufsicht unterstellt ist.

©2021 Lombard Odier IM. Alle Rechte vorbehalten.