

Investment viewpoint

Schweizer Anleihen: Die Verfallrendite ist in der Regel kein guter Schätzer für den Return

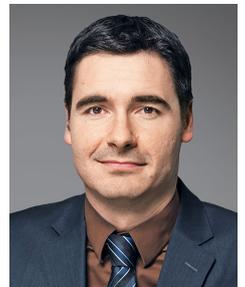
Nur für professionelle Investoren • Festverzinsliche Wertpapiere

September 2023

In unserem letzten [Whitepaper](#) haben wir aufgezeigt, dass der Kurs einer Anleihe alleine wenig über das erwartende Renditepotenzial aussagt. In diesem Artikel versuchen wir, den erwarteten Return einer Anleihe sowie eines Anleihen Portfolios anhand einer Praktiker Methode abzuschätzen.

Gut zu wissen

- Wenn der erwartete Return einer Anleihe mit der Verfallrendite approximiert wird, bleiben die Marktschwankungen im Zeitraum vor dem Fälligkeitsdatum unberücksichtigt, und es werden unterschiedliche Zeithorizonte vermischt.
- Wir stellen eine Praktiker Methode für die Abschätzung des erwarteten Returns von Anleihen vor. Sie berücksichtigt die Duration, die Duration Times Spread, die Länge des Anlagehorizontes und den Einfluss von systematischen Risikofaktoren.
- Die Methode kann auch auf Anleihen Portfolios angewendet werden und bietet dabei unterschiedliche Differenzierungsgrade. Wir zeigen anhand einer Szenarioanalyse, welche Returns aus heutiger Sicht für den SBI A-BBB Index über ein Jahr und fünf Jahre zu erwarten sind.



Markus Thöny
Head of Swiss Fixed Income



Philipp Burckhardt CFA
Fixed Income Strategist
and Portfolio Manager

Warum ist der Zeitraum vor dem Fälligkeitsdatum für die Return Berechnung entscheidend?

In der Praxis wird der erwartete Return einer Anleihe häufig mit der Verfallrendite abgeschätzt. Wie der Name sagt, bezieht sich die Rendite auf Verfall jedoch immer auf den Zeitraum bis zum Fälligkeitsdatum, welcher bei Anleihen bekanntlich stark variieren kann. Die Verfallrendite einer Anleihe die heute noch 10 Jahre Restlaufzeit hat sagt meistens wenig über den im nächsten Jahr zu erwartenden Return dieser Anleihe aus. Bestes Beispiel hierfür war das schwierige Anlagejahr 2022. Einige Anleihen wiesen zu Jahresbeginn zwar eine positive Verfallrendite auf, mussten über das gesamte Jahre gesehen jedoch deutliche Verluste hinnehmen.

Die Abschätzung und der Vergleich von erwarteten Anleihen Returns mittels der Verfallrendite macht deshalb in der Regel wenig Sinn. Die Verfallrendite fokussiert zu stark auf das Fälligkeitsdatum. Das führt dazu, dass beim Vergleich verschiedener Anleihen unterschiedliche Zeithorizonte vermischt werden und die relevanten Marktschwankungen für die Abschätzung der Anleihen Returns im gewünschten Return Zeitraum gar nicht berücksichtigt werden.

Eine Praktiker Methode zur Abschätzung von Anleihen Returns

Eine entscheidende Voraussetzung für einen aussagekräftigen Performancevergleich von Anlageklassen ist, dass der Vergleich auf demselben Zeitraum mit demselben Anfangs- und Enddatum basiert.

Bitte lesen Sie die wichtigen Informationen am Ende dieses Dokuments.

Anschliessend sollte man sich überlegen, welche Faktoren die Returns der untersuchten Anlageklasse am stärksten beeinflussen. Bei Anleihen aus dem Investmentgrade Bereich wird der Return in der Regel hauptsächlich durch sogenannte systematische Faktoren und weniger durch titelspezifische Eigenschaften bestimmt. In der Regel lässt sich der Return einer Investmentgrade Anleihe alleine aus der Veränderung der Zinsen und Kreditrisikoprämien schon ziemlich gut approximieren.

Die Praktiker Methode zur Approximation von Anleihen Returns beinhaltet zwei Schritte. Im ersten Schritt spielt die Dauer der Return Periode noch keine Rolle. In diesem Schritt wird mit der folgenden Formel berechnet, welcher Return Beitrag sich aus einer «zeitlosen» Verschiebung der Zinsen und Kreditrisikoprämien ergibt:

$$R_1 = -Duration \cdot \Delta_{abs}Zins - DTS \cdot \Delta_{rel}Spreads$$

Für die Berechnung benötigt man die Duration und die „Duration Times Spread“ (DTS) der Anleihe. Bei der Duration handelt es sich um die Zinssensitivität der Anleihe. Sie zeigt an, wie stark der Preis der Anleihe auf absolute Veränderung der risikolosen Zinskurve reagiert. Bei der DTS handelt es sich um die «Duration times Spread», ein gängiges Mass für die Creditsensitivität der Anleihe. Sie zeigt an, wie der Preis der Anleihe auf eine prozentuale Veränderung der Kreditrisikoprämie reagiert.

Dazu ein einfaches Beispiel: Angenommen, wir haben eine Anleihe mit einer Duration von fünf Jahren und einer DTS von 5%. Wir erwarten zudem, dass die Zinsen im kommenden Jahr um 0,3% sinken und die Creditspreads um 20% steigen. Gemäss der oben eingeführten Approximationsformel ergibt sich daraus ein erwarteter Return Beitrag von

$$R_1 = -5 \cdot (-0,30\%) - 5\% \cdot 20\% = 0,5\%$$

Dieser Return Beitrag ist unabhängig vom aktuellen Niveau der Zinsen und Spreads sowie der Dauer des betrachteten Return Zeitraums, der in diesem Fall ein Jahr beträgt. Die Dauer des Return Zeitraums und das Niveau der systematischen Risikofaktoren berücksichtigen wir erst im zweiten Schritt, indem wir den laufenden Ertrag über den Return Zeitraum abschätzen.

$$R_2 = Income_{Rates} + Income_{Credits}$$

Der Einfachheit halber nehmen wir im obigen Beispiel an, dass wir am Anfang des Jahres eine flache Zinskurve auf dem Niveau von 1% haben und die Kreditrisikoprämie ebenfalls laufzeitenunabhängig 1% beträgt. Gemäss den eingangs erwähnten Szenarien liegt das Zinsniveau am Jahresende bei 0.7% und die Kreditrisikoprämie bei 1.2%. Der durchschnittliche laufende Zinsertrag beträgt daher 0,85%, der durchschnittliche laufende Kreditertrag 1,10%. Für die zweite Return Komponente ergibt sich somit.

$$R_2 = 0,85\% + 1,10\% = 1,95\%$$

Insgesamt resultiert also in diesem einfachen Beispiel über das nächste Jahr ein erwarteter Return von

$$R = R_1 + R_2 = 0,5\% + 1,95\% = 2,45\%$$

Auch wenn sich diese Praktiker Methode relativ einfach anwenden lässt, ist es wichtig, die einzelnen Bestandteile gut zu verstehen und die Auswirkungen von Abweichungen bei den vereinfachenden Annahmen abschätzen zu können.

In der Theorie wird die erste Return Komponente häufig als „Linearisierung der Returns“ bezeichnet. Solange Zinsen und Spreads sich nicht zu stark verändern und die Duration nicht zu lang ist, erlaubt diese Formel eine sehr gute Abschätzung der ersten Return Komponente¹.

Bei der zweiten Return Komponente gilt es herauszustreichen, dass deren Wichtigkeit mit länger werdendem Anlagehorizont steigt. Ein laufendes Einkommen von 2.4% pro Jahr macht auf einen Monat gesehen nur 0.2% aus, auf 5 Jahre betrachtet jedoch schon 12%.

Anpassung des laufenden Ertrags bei nicht-flachen Kurven

Wenn wir von flachen Zins- und Spread-Kurven ausgehen ist die Bestimmung des laufenden Ertrags einfach. Bei nicht-flachen Kurven können wir die laufenden Erträge anhand von Terminkursen bestimmen. Gehen wir beispielsweise von einem 5-jährigen Zinssatz von 1,2% und einem 4-jährigen Zinssatz von 1% aus. In diesem Fall können wir den laufenden Ertrag einer risikolosen 5-jährigen (Nullcoupon-)Anleihe anhand des 1-jährigen Forward-Satzes in vier Jahren bestimmen. Die Berechnung lautet wie folgt:

$$R_2 = 5 \cdot 1,2\% - 4 \cdot 1\% = 2\%$$

Bei ansteigenden Kurven liegen die Terminkurse immer über den ursprünglichen Kurven. Das bedeutet, dass der laufende Ertrag höher ist als es die ursprüngliche Kurve vermuten lässt. Bei inversen Kurven trifft genau das Gegenteil zu.

Da jede Coupon-Anleihe als Kombination von Nullcoupon-Anleihen dargestellt werden kann, lässt sich der laufende Ertrag einer Coupon-Anleihe aus dem einzelnen laufenden Erträgen der Nullcoupon-Anleihen ermitteln.

Anwendung der Praktiker Methode auf Portfolio Returns

Die Praktiker Methode für die Approximation des Returns einer einzelnen Anleihe lässt sich auch auf ein ganzes Anleihen Portfolio anwenden. Dabei gibt es verschiedene Möglichkeiten respektive Differenzierungsgrade. Am einfachsten aber wenig differenziertesten ist die Methode, bei welcher das Portfolio mit einer einzelnen synthetischen Anleihe approximiert wird. Diese synthetische Anleihe besitzt die gleiche Duration und dieselbe DTS wie das Portfolio. Der approximierten erwarteten Return dieser synthetischen Anleihe entspricht dann auch dem erwarteten Return des Portfolios. Die komplexeste Methode besteht darin, den erwarteten Return für jede einzelne Anleihe im Portfolio mit der Praktiker Methode zu berechnen und den erwarteten Portfolio Return über die Portfoliogewichtung abzuleiten.

Als guter Kompromiss kann versucht werden, das Portfolio mit 10 - 20 synthetischen Anleihen abzubilden. Diese berücksichtigen sowohl die Laufzeiten- wie die Rating- oder

¹ Um exaktere Ergebnisse zu erhalten, können Konvexität und/oder höhere Momente einbezogen werden.

ABBILDUNG 1. RENDITEERWARTUNGEN IN EINEM JAHR FÜR DEN SBI A-BBB INDEX

Annualisierte Renditen		Veränderungen des Zinsniveaus in 1 Jahr					
		-1,0%	-0,5%	-0,3%	0,0%	0,5%	1,0%
Relative Veränderungen der Spreadniveaus in 1 Jahr	-100%	11,79%	9,92%	9,01%	8,12%	6,38%	4,71%
	-50%	8,78%	6,91%	6,00%	5,11%	3,38%	1,71%
	0%	5,88%	4,01%	3,10%	2,21%	0,48%	-1,20%
	50%	3,08%	1,21%	0,30%	-0,59%	-2,32%	-3,99%
	100%	0,38%	-1,49%	-2,40%	-3,29%	-5,03%	-6,70%

Quelle: LOIM. Nur zur Veranschaulichung. Stand: 31. August 2023.

ABBILDUNG 2. RENDITEERWARTUNGEN IN FÜNF JAHREN FÜR DEN SBI A-BBB INDEX

Annualisierte Renditen		Veränderungen des Zinsniveaus in 5 Jahren					
		-1,0%	-0,5%	-0,3%	0,0%	0,5%	1,0%
Relative Veränderungen der Spreadniveaus in 5 Jahr	-100%	3,21%	3,04%	2,96%	2,88%	2,73%	2,60%
	-50%	2,87%	2,69%	2,61%	2,53%	2,39%	2,25%
	0%	2,54%	2,37%	2,29%	2,21%	2,06%	1,93%
	50%	2,24%	2,07%	1,98%	1,91%	1,76%	1,63%
	100%	1,96%	1,78%	1,70%	1,62%	1,47%	1,34%

Quelle: LOIM. Nur zur Veranschaulichung. Stand: 31. August 2023.

allenfalls Sektor-Struktur des Portfolios. Dieses Vorgehen erlaubt im Gegensatz zur Approximation mit einer einzigen synthetischen Anleihe eine differenziertere Abbildung der portfoliospezifischen Eigenschaften, ohne jedoch sämtliche Anleihen des Portfolios modellieren zu müssen. Der erwartete Portfolioreturn ergibt sich folglich aus den erwarteten Returns dieser 10-20 synthetischen Anleihen.

Dieses Vorgehen führt für den SBI A-BBB Index zu den folgenden Return Erwartungen über das nächste Jahr (Abbildung 1).

Während sich bei einem Prognosehorizont von einem Jahr auch der Einfluss der ersten Return Komponente mit den Veränderungen der systematischen Risikofaktoren Zins und Spreads noch deutlich zeigt, dominiert bei längeren Anlagehorizonten vor allem der Einfluss der zweiten Return Komponente mit den laufenden Erträgen.

Verlängert man zum Beispiel den Prognosehorizont auf 5 Jahre, fallen die annualisierten Returnzahlen in den verschiedenen Szenarien allesamt positiv aus und scheinen zudem zum Szenario mit unveränderten Zinsen und Spreads (no-change Szenario) zu konvergieren.

In der Tat lässt sich theoretisch zeigen, dass es für ein Portfolio mit einem im Zeitablauf konstanten Risikoprofil einen sogenannten Break-Even Anlagehorizont gibt, für den der erwartete, annualisierte Return unabhängig vom unterstellten Szenario für Zinsen und Spreads immer dem Return vom no-change Szenario entspricht (im obigen Fall 2.21%). Dieser Anlagehorizont liegt bei $2 \cdot (\text{Portfolioduration}) - 1$.

Die Vorteile der Praktiker Methode

Die Praktiker Methode für die Abschätzung von Anleihen und Portfolioreturns berücksichtigt im Gegensatz zur Verfallrendite die relevanten Performancefaktoren im gewählten Return Zeitraum. Bei Investmentgrade Anleihen beinhaltet die Praktiker Methode zwei Schritte. Diese berücksichtigen die Duration, die Duration Times Spread (bzw. die Kreditsensitivität der Anleihe), die Veränderung und das Niveau der systematischen Risikofaktoren sowie die Dauer des Return Zeitraums. Bei nicht-flachen Kurven können die laufenden Erträge anhand von Terminkursen bestimmt werden. Wir schliessen unsere Analyse mit einer Szenarioanalyse, die aufzeigt, welche Returns aus heutiger Sicht für den SBI A-BBB Index über ein Jahr und fünf Jahre zu erwarten sind.

WICHTIGE HINWEISE

NUR FÜR PROFESSIONELLE ANLEGER

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.

Dieses Dokument ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung genehmigt.

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

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 ist nicht für die Weitergabe, Veröffentlichung oder Verwendung in Rechtsordnungen bestimmt, in denen eine solche Weitergabe, Veröffentlichung oder Verwendung unrechtmässig wäre. Dieses Dokument enthält keine personalisierten Empfehlungen oder personalisierte Beratung und ersetzt keinesfalls eine professionelle Beratung zu Anlagen in Finanzprodukten. Anleger sollten vor Abschluss eines Geschäfts die Eignung der Transaktion für ihre besonderen Umstände **sorgfältig** prüfen und, falls erforderlich, unabhängigen professionellen Rat in Bezug auf Risiken sowie rechtliche, regulatorische, kreditrechtliche, steuerliche und buchhalterische Konsequenzen einholen.

Die britischen Vorschriften für den Schutz von Kleinanlegerinnen und Kleinanlegern im Vereinigten Königreich sowie der Anspruch auf Entschädigungsleistungen im Rahmen des britischen Financial Services Compensation Scheme gelten nicht für Anlagen oder Dienstleistungen, die von einer ausländischen Person („Overseas Person“) bereitgestellt bzw. erbracht werden.

Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte und Informationen zur Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken ist erhältlich unter <https://am.lombardodier.com/home/asset-management-regulatory-disc.html>.

Dieses Dokument ist Eigentum von LOIM und wird den Empfängerinnen und Empfängern ausschliesslich zum persönlichen Gebrauch überlassen. Es darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung von LOIM weder ganz noch teilweise vervielfältigt, übertragen, verändert oder für andere Zwecke verwendet werden. Dieses Dokument gibt die Einschätzungen von LOIM zum Datum seiner Veröffentlichung wieder.

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

Quelle der Zahlen: Sofern nicht anders angegeben, wurden die Zahlen von LOIM erstellt.

Bestimmte Informationen stammen zwar aus als zuverlässig erachteten öffentlichen Quellen. Ohne eine unabhängige Überprüfung können wir die Richtigkeit oder Vollständigkeit aller aus öffentlichen Quellen verfügbaren Informationen jedoch 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 auszulegen.

Dieses Dokument 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 weitergegeben werden, die nicht Mitarbeiter, leitende Angestellte, Verwaltungsratsmitglieder oder bevollmächtigte Vertreter des Empfängers sind. Im Vereinigten Königreich gilt dieses Dokument als Werbematerial und wurde durch Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited genehmigt, die von der Financial Conduct Authority zugelassen ist und von ihr beaufsichtigt wird.

©2023 Lombard Odier IM. Alle Rechte vorbehalten.