

# Obligationenindizes zeigen die Grenzen passiven Investierens auf

## Wer den Index abbildet, liegt nicht zwingend richtig

Bei der Ausrichtung an Indizes geht leicht vergessen, dass die eingegangene Risikopositionierung nicht mehr aktiv kontrolliert werden kann. Anfallende Kosten durch Indexveränderungen gehen voll zulasten des Investors. Die Zusammensetzung eines Indexes wird von den Regeln des Indexlieferanten bestimmt.

Indizes sind aus der heutigen institutionellen Welt nicht mehr wegzudenken. Es hat sich ein eigener Vermögensverwaltungs-zweig entwickelt, der passiv investiert beziehungsweise Indizes nachbildet. Benchmarks stellen eine wichtige Orientierungshilfe dar, und die passive Verwaltung hat ihre Vorteile. Sie zeichnet sich durch tiefe und planbare Kosten sowie eine minimale Abweichung zur Indexentwicklung aus.

Es gibt aber Risiken, die bei einer Indexwahl berücksichtigt werden müssen. Ein Index stellt immer nur eine Teilmenge eines Marktes dar und ist nicht (oder nur ausnahmsweise) das Resultat einer Risiko-Optimierung. Zudem ist bei einer relativen Betrachtung ein grosser Tracking Error (Abweichungsfehler zu einer Benchmark) nicht gleichzusetzen mit höherem Risiko.

### Ungewollte Klumpenrisiken

Die wohl grösste Schwäche ist jene der Kapitalgewichtung. Wenn Sie die Wahl hätten, Ihren Anteil an Schweizer Aktien Ihrer Pensionskasse selber anzulegen, welche Variante würden Sie wählen? A) 45 Prozent in die drei Titel Nestlé, Novartis und Roche investieren und den Rest diversifiziert in vielen, weitere Titel oder B) 53 Prozent in Nestlé, Novartis und Roche stecken und den Rest in 17 weitere Titel oder C) 15–20 Qualitätstitel suchen und sie etwa gleich gewichten. Unser Favorit ist C), um einerseits Klumpenrisiken zu vermeiden und andererseits fundamentale Überlegungen einfließen zu lassen. A)

ist die gängige Allokation von Schweizer Pensionskassen (Benchmark SPI), und B) entspräche einer Allokation mit Benchmark SMI.

Kapitalgewichtete Indizes, wie SPI und SMI mit einigen Schwergewichten, sind nicht wirklich diversifiziert, weil sie Klumpenrisiken aufweisen. Mit einem kapitalgewichteten Ansatz unterwirft sich der Anleger einem Preismomentum: Zu Zeiten der Internet-Bubble kauften Indexinvestoren beispielsweise massiv hochbewertete Hightech-Firmen, da diese kraft ihrer Bewertung immer prominenter in den Indizes vertreten waren. Je nach Aufteilung der Industrie eines Landes können sich auch tendenzielle Übergewichtungen von Large Caps, bestimmten Branchen oder Anlagestilen (zum Beispiel Wachstumstitel) ergeben.

### Je höher die Schulden, desto mehr Gewicht

Anders als bei Aktienindizes, bei denen die Kapitalisierung eines Titels etwas über vergangene Erfolge aussagt, weisen in Anleihenindizes die Schuldner mit den höchsten Gewichtungen die höchste Verschuldung auf. Dies ist kaum als Erfolgsfaktor zu interpretieren.

Im globalen Kontext gesellen sich zu den eben erwähnten Schwächen Länder- und

Währungsrisiken hinzu. Zur Illustration ist in der Grafik 1 (siehe Seite 38) die Länderallokation des «Citigroup World Government Bond Index» wiedergegeben. Dieser Index ist eine weitverbreitete Messlatte für Fremdwährungsobligationen. War Ihnen bewusst, dass sich US-Dollar und Yen auf 55 Prozent summieren? Aufgrund der hohen Volatilität dieser Währungen ist der Diversifikationseffekt für einen Schweizer Investor gering und eine Positionierung mit

### In Kürze

- > Investoren setzen einen niederen Tracking Error oft mit niedrigerem Risiko gleich
- > Dies ist ein Trugschluss, da ein Index nicht gewollte Risiken enthalten kann

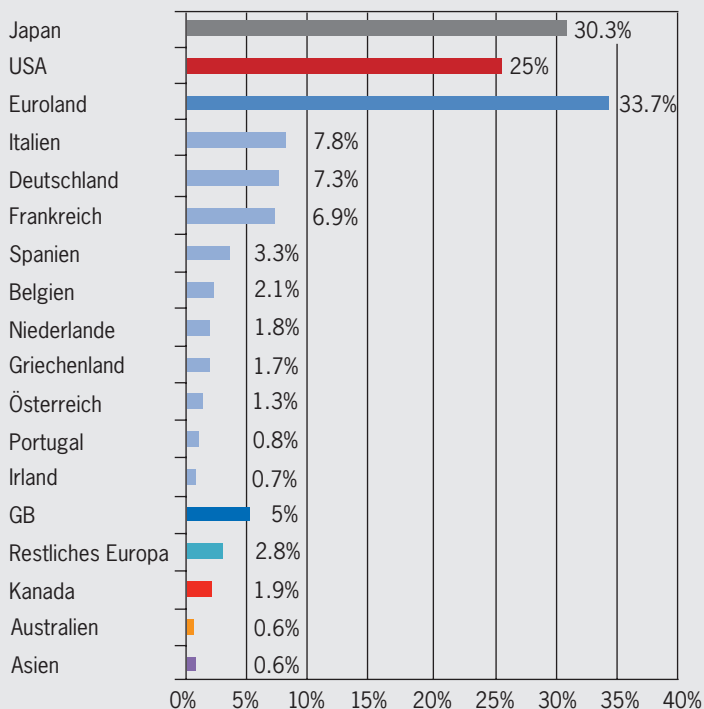
solch hohen Gewichtungen nicht anzustreben. Mit einer Währungsabsicherung kann dieses Problem entschärft werden, die Risiken auf Länderebene bleiben jedoch erhalten. So summiert sich die Gewichtung der problematischen «PIIGS»-Staaten (Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien) auf 14.3 Prozent, Tendenz steigend. Auch Japan weist erhebliche Bonitätsrisiken auf. Durch Ratingherabstufungen könnten Schuldner plötzlich nicht mehr konform

### Autor

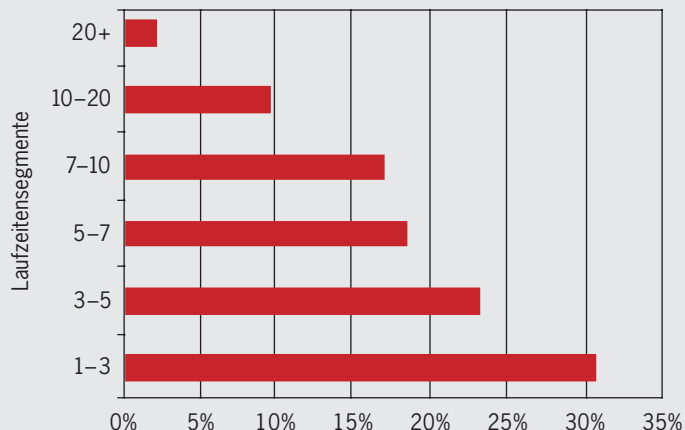
**Daniel Hunziker**  
CEFA  
VI Vorsorgeinvest AG,  
Zug



**Grafik 1: Länderallokation CITI W GBI**



**Grafik 2: Laufzeitenstruktur SBI**



zum Anlagereglement sein (Fall Griechenland!).

Die bisherigen Betrachtungen konzentrierten sich auf eine statische Analyse. Indizes verändern sich aber über die Zeit.

**Dynamische Index-Risiken**

Erfahrungsgemäss verändert sich die Zusammensetzung eines Indexes über die Zeit. Bei Aktien ist das weniger häufig der Fall als bei Obligationen. Orientiert man sich stark an einer Benchmark (also mit tiefem Abweichungsfehler beziehungsweise Tracking Error), wird die natürliche Abnahme der Laufzeiten bei Anleihen zu einem Hürdenlauf. Denn bei der Benchmark

fallen alle unterjährigen Papiere automatisch aus dem Index, und dies ohne Kostenfolgen. Im realen Portfolio wird es beim Versuch bleiben, die unterjährigen Papiere zu liquidieren. Dieses Segment ist illiquid, und Stempelabgaben verteuern die Transaktionskosten markant. Die Grafik 2 zeigt die Laufzeitenstaffelung des Swiss Bond Index und deutet auf die Problematik hin.

Aufgrund der Struktur ist absehbar, was mit der Duration des Index geschehen wird. Weil das Segment der ein- bis dreijährigen Papiere hoch gewichtet ist, wird in Kürze ein grosser Teil an Anleihen aus dem Index scheiden, mit der Folge, dass die Duration ansteigen wird. Auch das aktuell

tiefe Zinsniveau bewirkt eine tendenzielle Durationserhöhung, weil Schuldner vermehrt langfristige Gelder aufnehmen wollen. Sollen diese Effekte nun in einem realen Portfolio wirklich abgebildet werden?

Aktuell stellt sich eine ähnliche Frage auf der Aktienseite. Seit April wird Transocean am Tableau für Schweizer Aktien gehandelt. Entsprechend fliesst dieser Titel in die Indizes ein. Bei Aufnahme in den SPI entsprach die Gewichtung rund 3 Prozent. Die Nachfrage in diesem Titel erfolgt erzwungenermassen von indexorientierten beziehungsweise vollindexierten Anlegern. Indexanpassungen verursachen Kosten und Aufwand und werden zum Geschäft für verschiedene Marktteilnehmer.

**Tracking-Error-Vorgaben**

Seit der Einführung von Benchmarks wird die Anlagewelt zu häufig nur noch relativ betrachtet. Ein Mass für den Abweichungsfehler zur Benchmark ist der Tracking Error (TE). Ein minimaler TE ist aber nicht gleichzusetzen mit minimalem absolutem Risiko. TE-Vorgaben zwingen den Portfoliomanager, der Benchmark zu folgen. Die daraus entstehenden Positionierungen sind aus Risikosicht oft nicht einleuchtend, wie zum Beispiel ein hohes Yen-Engagement bei globalen Anleihenbenchmarks, eine lange Duration bei tiefem Zinsniveau, schlechte Diversifikation in Aktienmärkten (bei Kapitalisierungsschwergewichten). Wir bezweifeln sehr, dass diese Risiken vom Anleger gesucht werden, und behaupten, dass viel zu oft die absolute Sicht verloren geht.

**Richtige Benchmarkwahl**

Die richtige Wahl gibt es nicht. Ein Index soll Orientierungshilfe sein. Aufgrund des Risikobudgets kann es jedoch sein, dass ein Anleger massiv von einer Indexvorgabe abweichen sollte. Dies wiederum wird zu Performanceabweichungen zwischen Portfolio und Benchmark führen. Es lohnt sich, die gängigen Indizes auf ihre Zusammensetzung und auf inhärente Risiken hin zu hinterfragen. Die Welt ist im Wandel. Aufgrund der wachsenden Bedeutung der Schwellenländer muss etwa überlegt werden, ob dies nicht auch bei globalen Benchmarks berücksichtigt werden sollte.

Eine andere Möglichkeit bei der Benchmarksuche bietet die Optik auf Risikobegrenzung beziehungsweise Diversifika-

tion. Bewährte Konzepte sind hier gleichgewichtete Indizes oder Indizes<sup>1</sup> mit Gewichtungsbegrenzungen.

Wenn es sich als nötig erweist, können eigene Messlatten konstruiert werden. Es ist beispielsweise sinnvoll, für Anlagen im alternativen Segment (Hedge Funds, Private Equity) ein absolutes Performanceziel zu formulieren. Diese Anlageklasse sollte Erträge generieren, die über den Geld-

markt- und Obligationenrenditen zu liegen kommen, aber tendenziell unter Aktienrenten liegen. Mit einer Vorgabe «Obligationenertrag plus 3 bis 4 Prozent» liegt man sicher nicht falsch. Viel wichtiger ist aber, dass man die richtigen Konsequenzen zieht. Erreicht die Anlageklasse das gesteckte Ziel nicht, sollte man nicht die Benchmark (nach unten) korrigieren, sondern sich von der Anlage trennen.

### Fazit

Ein Index ist immer ein synthetisches Konstrukt und ist nicht (oder nur aus-

nahmsweise) das Resultat einer Risiko-Optimierung.

In der passiven Vermögensverwaltung ist die Wahl der Benchmark eine strategische Entscheidung, bei der die Risiken sehr genau hinterfragt werden sollten.

Indexgläubigkeit ist eine schlechte Anlagegrundlage und führt in eine relative Betrachtungswelt, bei der viel zu oft die absolute Sicht beziehungsweise die Ertragsersparungen verloren gehen. ■

---

<sup>1</sup> Zum Beispiel iTraxx Bond Indizes, Dow Jones; Gewichtungsbegrenzungen sind gängig bei High-Yield-Obligationen-Indizes.