

Dynamisches Anlagekonzept als Antwort auf passive Strategien

Höhere risikoadjustierte Erträge in
Obligationenportfolios

Zug, Januar 2011

Passive Anlagestrategien

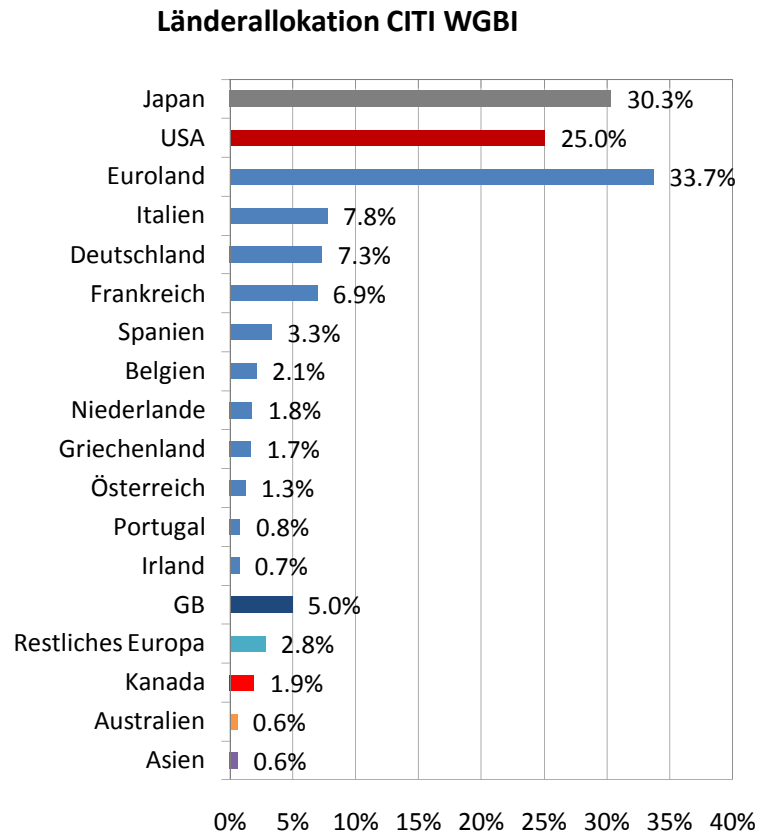
Indexierte Portfolios weisen bei genauerer Betrachtung (zu) viele Nachteile auf

- Passive Strategien:
 - Sinnvoll als Bausteine
 - Reflektieren den gewählten Index/Markt
 - Mit minimalem Abweichungsfehler (Tracking Error T.E.)
 - Performance ist immer Indexertrag minus Kosten
 - Als Antwort auf unbefriedigende aktive Manager
 - ABER:
 - Der strategische Index muss aktiv gewählt werden
 - Bei breit diversifizierten Obligationenindices ist eine „Full Replication“ mit hohen Kosten verbunden
 - Ein Index besitzt nicht immer vorteilhafte Strukturen (Risiken bezüglich Währungen, Länder, Laufzeiten, Sektoren, Industrien, Ratings, Einzeltitel)
 - Ein Index widerspiegelt nicht ein absolutes Ertragsziel
 - Ein minimaler T.E. ist nicht gleichzusetzen mit minimalem absolutem Risiko
- ⇒ Indexstrategien widerspiegeln keine absoluten Ertragsziele
- ⇒ Indices weisen in vielen Dimensionen ungewollte Risiken auf

Beispiel Obligationen Fremdwährungen

CITI World Government Bond Index als Benchmark für passive Strategie

Kapitalisierungsgewichtete globale Benchmarks sind suboptimal



Unbeabsichtigte Klumpenrisiken

- Der WGBI von CITI weist in der Summe eine Dollar- und Yen-Gewichtungen von rund 55% auf.
- Die hohe Volatilität dieser Währungen führt zu einem schwachen risikoadjustierten Ertrag.
- Das Ertrags-Risiko-Verhältnis würde mit einem Übergewicht in Euro plus Beimischungen von weiteren europäischen Währungen erhöht.
- Die hoch verschuldeten „PIIGS“-Länder nehmen ein Gewicht von rund 14.3% ein.
- Japan weist neben dem Währungsrisiko auch ein beträchtliches Bonitätsrisiko auf.

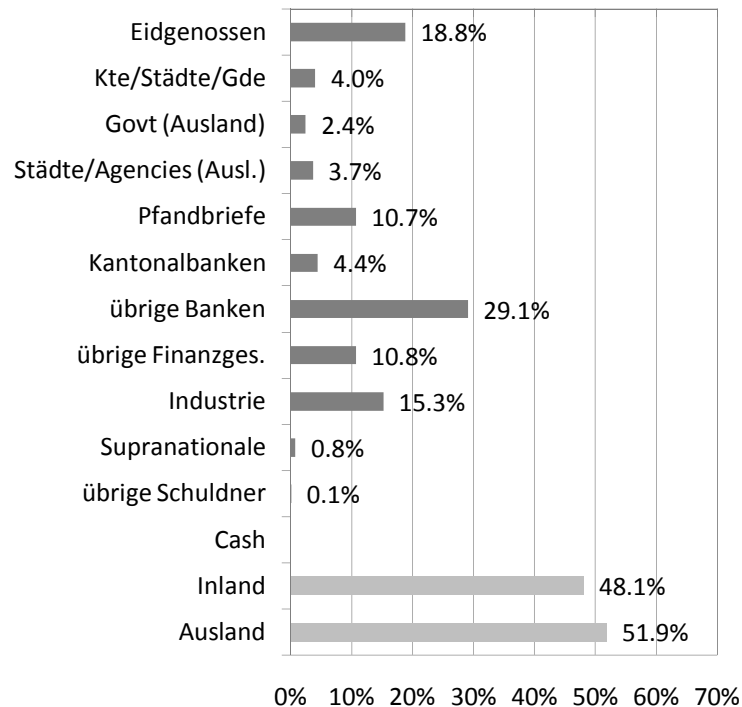
Beispiel Obligationen Schweizer Franken

Swiss Bond Index AAA-BBB als Benchmark für passive Strategie

Ein Index weist im allgemeinen eine schlechte Diversifikation aus

Anlageuniversum mit künstlichen Schwerpunkten

Sektorstruktur SBI



- Finanztitel (ca. 55%) und tief rentierende Eidgenossen (ca. 19%) stellen innerhalb des SBI ein Klumpenrisiko dar.
- Die Auslandschuldner sind mit über 50% gewichtet, Tendenz steigend.
- Der Index stellt nur ein Teilsegment des „Marktes“ dar. Unterjährige Anleihen, Anleihen mit variablen Zinssätzen und Emissionen mit weniger als 100 Mio. Volumen fehlen.
- AAA und AA-Schuldner weisen in der Summe ein Gewicht von rund 77% auf, A-Schuldner rund 19%.

Unsere Antwort auf passive und semi-passive Strategien

Ein dynamisches Anlagekonzept mit unterschiedlicher Partizipation am Bondmarkt

- Bei passiven und traditionellen aktiven Anlagestrategien
 - führen T.E.-Vorgaben und Konkurrenzüberlegungen zu einer starken Ausrichtung an einer Benchmark
 - Die daraus entstehenden Positionierungen sind aus Risikosicht nicht einleuchtend (hohes Yen-Engagement bei globalen BM, lange Duration bei tiefem Zinsniveau, hohe Unternehmensgewichtung bei tiefen Bonitätsprämien).
- Unser dynamisches Anlagekonzept
 - versucht die negativen Eigenschaften der passiven und traditionellen aktiven Strategien zu vermeiden
 - geht keine ungewollten Risiken ein
 - führt zu unterschiedlicher Partizipation am Bondmarkt
 - bedeutet höherer T.E. zu einer Index-Vorgabe aber tiefere Volatilität
 - erreicht mit dem Einsammeln von systematisch positiven Prämien einen mittel- bis langfristig ansprechenden Gesamtertrag und übertrifft herkömmliche Benchmarks

Erzielung von Zusatzerträgen

mit systematisch positiv entschädigte Risiken

- Kredit-Risikoprämien entschädigen langfristig systematisch und positiv für das eingegangene Risiko
 - Breit diversifizierte Anleihenportfolios weisen höhere risikoadjustierte Erträge auf, d.h. der Ertrag pro Risikoeinheit steigt (Schwankungsrisiken sinken)
 - Agio-Bonds bzw. Anleihen mit hohen Coupons weisen höhere Renditen im Vergleich mit marktkonformen Anleihen aus, weil sie von Privatinvestoren aus steuerlichen Gründen gemieden werden
 - Kurz laufende, kleinere Anleihen, unbekanntere Schuldner weisen Illiquiditätsprämien auf
 - Fire-Sales (aufgrund von Ratingherabstufungen, schlechten Unternehmensresultaten etc.) bieten innerhalb eines Zeitfensters die Möglichkeit günstig Papiere zu erwerben
- ⇒ Kauf von Unternehmensanleihen zahlt sich langfristig aus
- ⇒ Verschiedene Prämien erhöhen den Gesamtertrag des Portfolios

Risikomanagement

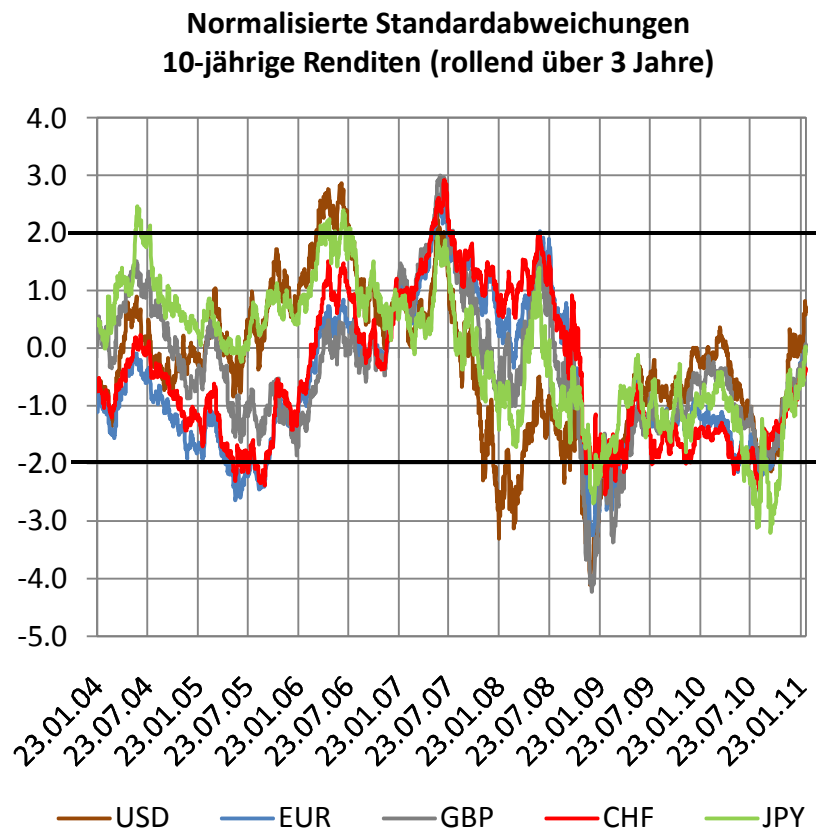
und Ertragsoptimierungen

- Breite Diversifikation über Laufzeiten, Sektoren, Industrien, Ratingsegmente und Einzelschuldner
- Wir vermeiden Engagements in volatilen Branchen (Finanzbereich), Branchen mit Strukturproblemen (Fluggesellschaften) oder Turn-around-Situationen.
- Beschränkung von Klumpenrisiken: auch Top-Schuldner sollen nicht zu hohe Gewichtungen in Portfolios haben
- Beschränkung der Schuldnerisiken: je tiefer die Kreditqualität, desto geringer das Gewicht
- Optimale Zusammensetzung der Laufzeiten: je länger die Duration, desto besser die Kreditqualität
- Taktisch werden Währungen abgesichert oder aber Engagements eingegangen bzw. erhöht
- Aus Rendite-Überlegungen halten wir unser Engagement in Regierungsanleihen tief

Steuerung der Zinsrisiken

in Abhängigkeit des Zinsniveaus und der Zinsstruktur

Bewertungsindikator zur Steuerung der Gesamtduration



Quelle: Bloomberg

Engagements in Abhängigkeit von Zinsniveau und -struktur

- In Zeiten tiefer Nominalzinsen bedeutet eine lange Duration ein ungünstiges Risiko-Ertrags-Verhältnis.
- Hingegen ist eine lange Durations-Position bei hohen Nominalzinsen erfolgsversprechend.
- In der Schweiz verläuft die Zinskurve bei den langen Laufzeiten extrem flach. Zusatzrendite muss durch extrem hohe Risiken erkaufte werden.
- Wir bestimmen unser Zinsrisiko-Engagement selber und unterwerfen uns nicht dem Diktat von Benchmarks.

Zusammenfassung

Aktives Obligationen-Management

Im aktuellen Umfeld tiefer Zinsen, zum Teil sehr geringen Bonitätsprämien und volatiler Währungsentwicklung setzen wir auf:

- Eine Bulletstrategie anstatt über die ganze Zinsstruktur zu diversifizieren
- Eine breite Diversifikation aber mit einer Beschränkung auf 50-100 Titel statt sich im Anlageuniversum zu verlieren
- Systematische Branchenausschlüsse um Risiken im Vorfeld schon auszuschliessen
- Einen taktischen Währungsoverlay im Fremdwährungsbereich um Risiken einzuschränken oder Opportunitäten wahrzunehmen