

Obligationen Fremdwährungen

Marktentwicklungen und
strategische
Handlungsalternativen

Zug, Januar 2011

Ausgangslage

Periode 1992-2008

- Kapitalisierungsgewichtete globale Indices werden als Benchmarks eingesetzt. Diese Indices gelten aber unter Risiko-Ertrags-Betrachtung als suboptimale Lösung. Die jeweils grossen Yen- und Dollargewichte führten zu grossen Wertschwankungen, ohne Erhöhung des Gesamtertrags.
- Um den Referenzindex nachhaltig zu schlagen, wurden **Märkte mit höheren Erträgen und tieferen Volatilitäten übergewichtet**. Der Yen wies tiefe Zinserträge und hohe Volatilitäten auf und unterlag einem ständigen Abwertungsdruck (99-08) aus „Carry Trade“-Geschäften (Yen als Refinanzierungswährung für Anlagen in höher verzinslichen Währungen). Entsprechend wurde der **Yen stark untergewichtet** oder gar nicht gehalten. Die **europäische Zinskonvergenz** wirkte sich über die Übergewichtung der europäischen Märkte überproportional auf die Performance aus.
- Das Portfolio wich zwar kräftig von der Benchmark ab, wies aber eine tiefere Volatilität und höhere Erträge als die Benchmark auf. Demgegenüber resultierte ein höherer Tracking Error (Performance-Abweichung gegenüber Benchmark).
- Empirische Evidenz: globales Portfolio der Swisscanto im KGAST-Vergleich bis 2009.

Ausgangslage

Finanzkrise 2007/08

- Die Finanzmärkte sind geprägt von **hohen Volatilitäten**, was aus Anlegersicht nicht gewünscht ist (vereinbart sich schlecht mit tiefem Deckungsgrad).
- Die Anleger verhalten sich risikoscheu.
- Die Industrieländer weisen rekordtiefe Zinsniveaus auf. Die **Zinskonvergenz** in Europa ist **abgeschlossen**.
- Die Geldmarktsätze liegen nahe bei Null. Die Zinskurven sind im historischen Vergleich steil, was lange Durationspositionierungen begünstigt.
- Die Zinsdifferenzen der Schweiz zum Ausland (Industrieländer) sind markant gesunken. Die **Auslandsdiversifikation wird relativiert**.
- Aufgrund der tiefen Zinsniveaus können sich wirtschaftliche **Ungleichgewichte** nur noch **über die Währungen entladen**.
- Die Währungsschwankungen führen zu einem markanten **Anstieg des Tracking Errors**. Über die **Yen-Stärke** und die **Euro-Schwäche** resultiert ein Performance-Nachteil gegenüber der Benchmark. Die Volatilität des Portfolios ist aber immer noch rund 3-4% tiefer als jene der Benchmark (Trotz anstieg der Volatilität).
- Die Anlageindustrie führt währungsabgesicherte Portfolios und Benchmarks ein. So kann neben der Senkung der Volatilität auch der Tracking Error minimiert werden. Dieser Schritt begünstigt den Anbieter, aber nicht den Anleger.

Zins- und Währungslandschaft im Wandel I

Ruf nach Strategieanpassung bei Fremdwährungsanleihen

- I. Globale Zinskonvergenz – Regionale Differenzierung
 - Zinsniveaus von Schwellenländern und Industrieländern gleichen sich an
 - Divergierende Entwicklungen innerhalb der Regionen (z.B. In Westeuropa GIPS-Länder, in Lateinamerika Venezuela und Argentinien)
- II. Steilheit Zinskurve
 - Bleibt erhalten solange bis die Wirtschaft „saniert“ ist
- III. Aufwertung
 - Rohstoffexportierende Schwellenländer profitieren von generell wachsender Rohstoffnachfrage (v.a. aus China und Indien), was die Solvenz erhöht
 - Aufwertungsdruck auf die Währungen stellt die Kehrseite dar
 - Carry Trades passen nicht mehr ins Umfeld von Bilanzsanierung und angestiegener Risikoaversion
- IV. Reservewährungen
 - Bedeutung des USD wird abnehmen, der Yuan ist aber noch nicht reif
 - CHF und Yen – beides klassische Währungen aus Ländern mit Handelsbilanzüberschüssen – werden als sicherer Hafen betrachtet

Zins- und Währungslandschaft im Wandel II

Ruf nach Strategieanpassung bei Fremdwährungsanleihen

V. Indexveränderungen

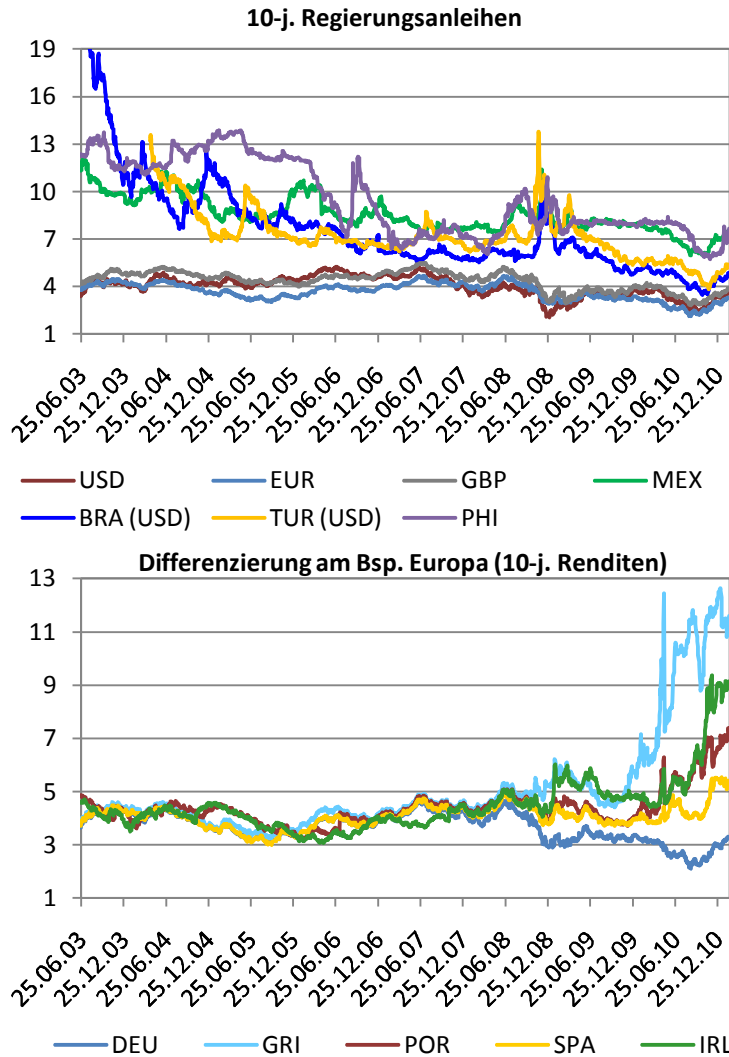
- Länder mit stetig wachsender Verschuldung erhalten in herkömmlichen Indices immer höhere Gewichte
- Einsatz von abgesicherten (gehedgten) Indices, um Volatilität von Fremdwährungen zu reduzieren (beschränkter Mehrwert für Kunden)
- Konstruktion von massgeschneiderten (customized) Benchmarks aufgrund ungünstiger Risiko-Ertrags-Verhältnisse verlieren an Bedeutung (Intransparenz; passen nicht in Bausteinkonzept von Anbietern)

VI. Fallgruben

- Vorsicht mit Asset Backed Securites und Finanzwerten

I. Globale Zinskonvergenz

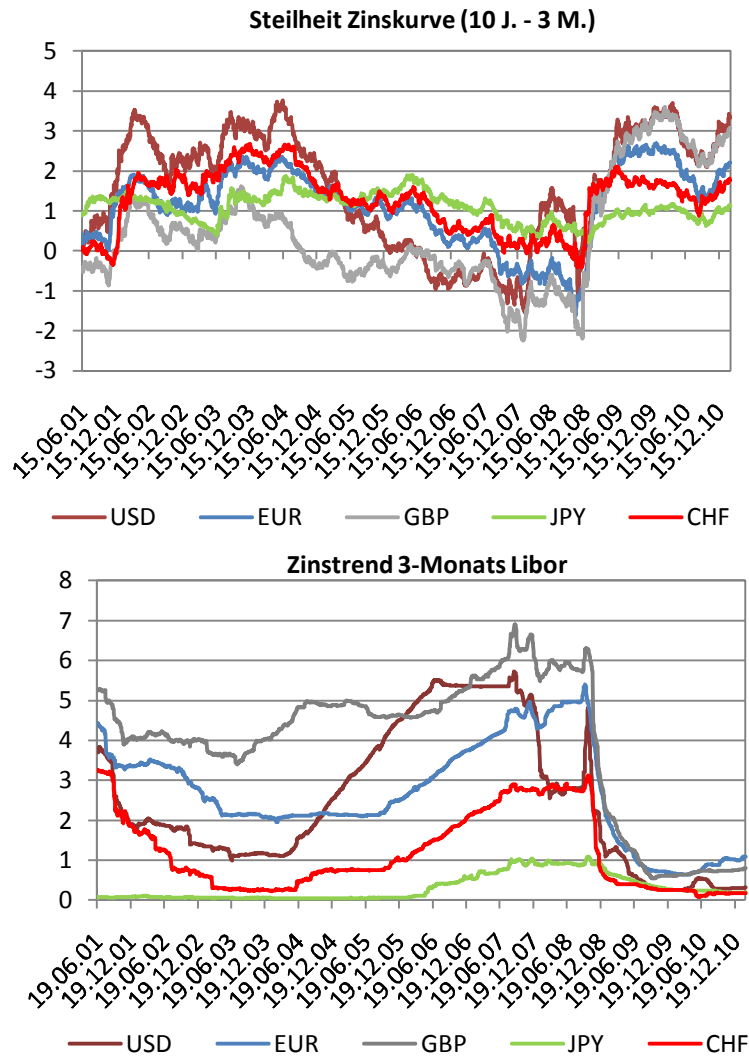
Global verringern sich die Zinsdifferenzen, regional wird vermehrt differenziert



- Schrumpfende Zinsdifferenzen wirft Frage nach Sinn der Auslandsdiversifikation auf
 - Bei Auslandengagement, sollten Emerging Markets berücksichtigt werden (Unterscheidung Hart- und Lokalwährung)
 - Länder mit Handelsbilanzüberschüssen profitieren von Aufwertungen
 - Innerhalb der Regionen ist auf Divergenzen zu achten. Neben Verschuldung und Budgethaushalt spielt die Wirtschaftskraft eine entscheidende Rolle.
 - Vorsicht mit Osteuropa, Russland, Argentinien, Venezuela etc.
- ⇒ Berücksichtigung von EM-Anleihen bei den Fremdwährungsanleihen

II. Steilheit Zinskurve

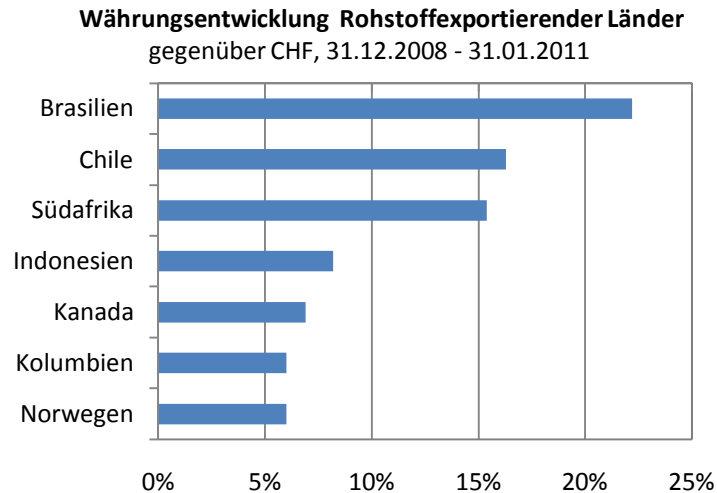
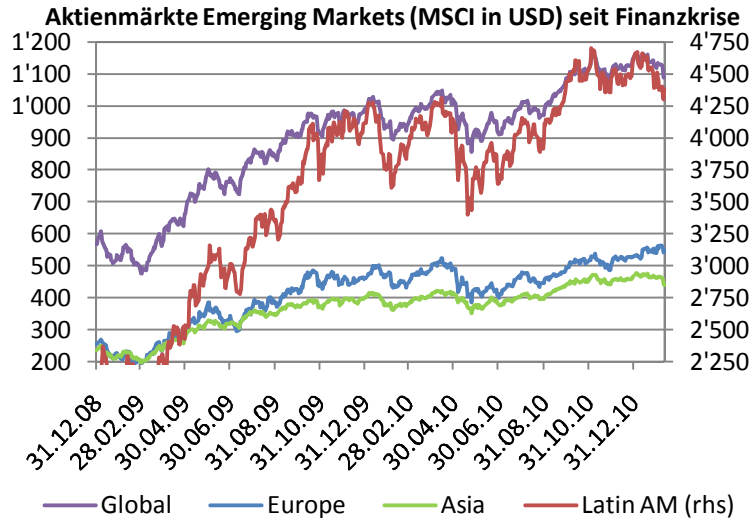
Kapitalgewinne kaum mehr möglich



- Inflationsdruck und steigende lange Zinsen entwickeln sich nach Bilanzrezessionen mit einiger Verzögerung.
 - Zinsanstieg in der ersten Phase auf Normalisierung des Zinsniveaus zurück zu führen.
 - Die Zentralbanken werden zur Sanierung des Finanzsystems (USA zusätzlich Hypothekenmarkt) versuchen die Zinsen noch länger tief zu halten.
 - Eine Erhöhung der Inflationserwartungen könnte eine zweite Phase von Zinsanstiegen einläuten.
 - Trotz steiler Zinskurven wird die Laufzeitenprämie kaum die Kapitalverluste aus weiteren Zinsanstiegen kompensieren können.
- ⇒ Trotz steiler Zinskurven empfiehlt sich, die Duration kürzer als der Markt zu halten

III. Aufwertung

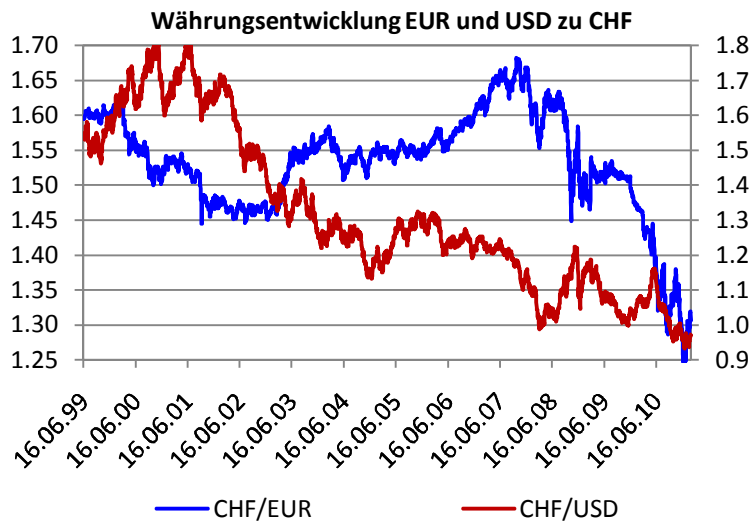
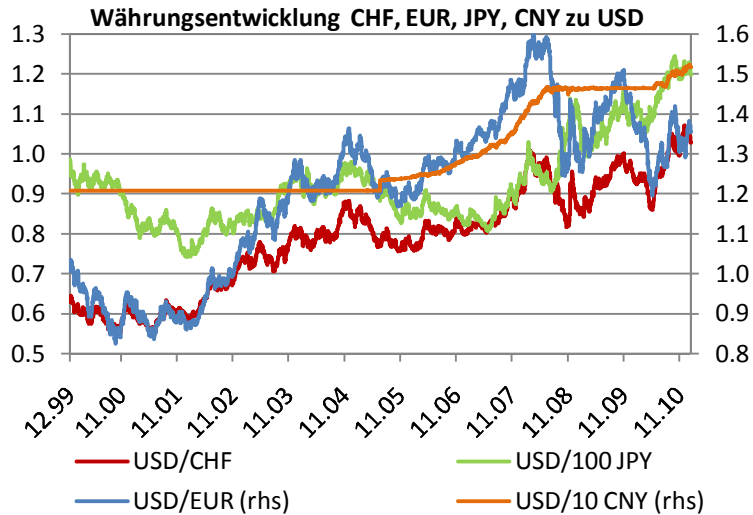
Rohstoffexportierende Länder „profitieren“ mehrfach



- Die Bedeutung der Schwellenländer im internationalen Handel nimmt rasant zu. Neben dem Ost-West-Handel wird auch der Süd-Süd-Handel bedeutend.
 - Schwellenländer haben sich von hoch verschuldeten Staaten zu Ländern mit einwandfreier Bonität und Budgetüberschüssen gewandelt.
 - Die hohen Wachstumsraten in den Schwellenländern ziehen Gelder an.
 - Das Anlage suchende Geld führt zu höheren Aktienmärkten, sinkenden Zinsen und steigenden Währungen.
- ⇒ Beimischung von EM-Anleihen bei den Fremdwährungsanleihen
- ⇒ Taktische Aufstockung von australischen, kanadischen und norwegischen Anleihen

IV. Reservewährungen

Bedeutung des USD nimmt ab - CHF und JPY mit „Safe Haven“-Funktion



- Die Bedeutung des USD als einzige Reservewährung wird abnehmen.
 - Der Yuan ist aber noch nicht reif (kein freier Kapitalverkehr).
 - CHF und Yen können die Funktion als Reservewährungen langfristig nicht übernehmen, werden aber temporär als „Safe Haven“-Währungen gehandelt.
 - Langfristig werden neben dem USD, der Euro und der Yuan als globale Reservewährungen hervorgehen.
 - Euro und USD haben sich markant vom Gleichgewichtskurs zum CHF entfernt. Diese markante Diskrepanz wird sich früher oder später zurückbilden.
- ⇒ Die grossen Währungsblöcke (EUR, USD, JPY) sind absolut wie relativ zu berücksichtigen

V. Indexveränderungen

Angestiegene Währungsvolatilität beansprucht Deckungskapital

- In herkömmlichen globalen Obligationen-Indices summieren sich die hochvolatilen Währungen USD und Yen auf über 50% auf, was zu grossen Wertschwankungen des Index' führt.
- Ein massgeschneiderter Index senkt die Volatilität deutlich. Bis Ende 2008 lag auch die Performance langfristig markant über einem herkömmlichen Index. Mit der Aufwertungstendenz des Yen und der Euro-Schwäche sieht die Bilanz seit 2008 allerdings ungenügend aus (einzig die Volatilität blieb tief). Customized Indices schlossen im Vergleich zu herkömmlichen globalen Indices 2009 und 2010 schlechter ab.
- Einen anderen Ansatz verfolgen währungsabgesicherte Indices. Hier wird ein Freiheitsgrad der Vermögensverwaltung aufgegeben. Die abgesicherten Anlagen entsprechen synthetischen CHF-Anlagen aber mit höherer Volatilität zu diesen (andere Zinskurvenbewegungen im Ausland) und phasenweise höheren Erträgen (abhängig von Risikoprämien und Absicherungskosten).
- Beide Ansätze berücksichtigen das Segment der Emerging Markets Anleihen bisher nicht.

Obligationen Fremdwährungen

Handlungsalternativen I

- 1) Stufe globale Vermögensallokation: Umschichtung von Fremdwährungsanleihen in CHF-Anleihen. ⇒ Reduktion Volatilität
- 2) Abbau der Währungsabweichungen zur Benchmark. ⇒ Reduktion Tracking Error (aber nicht Volatilität)
- 3) Absicherung der Fremdwährungsrisiken und Wahl einer abgesicherten Benchmark. ⇒ deutliche Senkung der Portfolio-Volatilität und des Tracking Errors.
Bei den aktuell tiefen Zinsdifferenzen sind die Absicherungskosten tief (künftig aber nicht garantiert). Die Performance des abgesicherten Portfolios wird sich aber nicht wie ein CHF-Portfolio entwickeln, da sich die ausländischen Zinskurven ungleich zur Schweiz bewegen. Die Volatilität wird also höher als bei einem CHF-Portfolio liegen. Zusätzlich gibt man einen Freiheitsgrad der Vermögensverwaltung auf (Partizipation an Währungsaufwertungen).
- 4) Konstruktion einer massgeschneiderten Benchmark unter Berücksichtigung der Währungsvolatilitäten. Eine Optimierung könnte in etwa wie folgt aussehen: 65% EUR, 10% GBP, 20% Dollar-Block (USD, CAD, AUD), 4% JPY, 3% SEK. Ein solches Portfolio besitzt eine markante EUR-Gewichtung. Solche BM's sind allerdings komplex und intransparent.

Obligationen Fremdwährungen

Handlungsalternativen II

Ein Vergleich zur Konkurrenz wird schwierig. ⇒ Reduktion Volatilität und Tracking Error

- 5) Die Suche nach Anlagemöglichkeiten mit höheren Zinsdifferenzen führt in die Emerging Markets. Die EM's profitieren nebst einer internationalen Zinskonvergenz von einem Aufwertungstrend ihrer Währungen (mindestens die exportorientierten Länder). Allerdings weisen diese Währungen hohe Volatilitäten auf und können oft nicht direkt erworben werden. Der Aufwertungstrend sollte besser via EM-Aktien gespielt werden. Bei den Anleihen konzentriert man sich auf Papiere in Hartwährungen (USD, EUR).
- 6) Wahl von „Aggregate Indices“. Diese beinhalten nebst Regierungsanleihen auch Unternehmensanleihen und ABS (Asset Backed Securities). Diese Indices haben das gleiche Standardproblem, wie die gängigen Regierungsanleihen-Indices (z.B. JPM oder Citigroup), sie sind kapitalisierungsgewichtet. Mit anderen Worten, die grössten Schuldner haben die grössten Gewichtungen. Zudem sind USD und JPY ebenfalls massiv gewichtet. Die Qualität der Anleihen beinhaltet das gesamte „Investment Grade“-Segment (AAA-BBB). Im USD-Segment nehmen die MBS

Obligationen Fremdwährungen

Handlungsalternativen III

(Mortgage Backed Securities) und die „Municipals“ („Kommunalanleihen“) eine dominante Rolle ein, welche aber von ausserhalb den USA kaum zu kaufen sind.

⇒ Kapitalgewichtung, eingeschränkte Erwerbsfähigkeit, keine Möglichkeiten einer Einschränkung bei der Bonität und die Komplexität sprechen gegen einen „Aggregate Index“.

7) Zusätzlich zu beachten ⇒ eventuelle Anpassungen am Anlagereglement

Strategieanpassung Obligationen Fremdwährungen

Modifizierte Anlagephilosophie I

- Die Währungen entwickeln sich nicht mehr entlang alt bekannten Mustern. Ein markantes Übergewicht in Euroanlagen verspricht zwar eine niedrigere Volatilität, aber keinen Mehrertrag mehr gegenüber CHF-Anlagen. Zusätzlich verringern die tiefen Zinsdifferenzen zum Ausland den Erfolg der internationalen Diversifizierung.
⇒ Das Gewicht der Anlageklasse Obligationen Fremdwährungen soll geringer zu früheren Positionierungen ausfallen.
- Ausnützen der Zinsdifferenz zu Emerging Markets (über globale Zinskonvergenz). Das Aufwertungspotential von EM-Währungen soll über die Aktienseite genutzt werden, das sich EM-Währungen extrem volatil entwickeln.
⇒ Beimischung von Emerging Markets in Hartwährungen (USD, EUR)
- Erzielung von Zusatzerträgen über Kredit- und Illiquiditätsprämien, ähnlich zum Small Cap-Ansatz bei Aktien. Dabei werden Unternehmensanleihen oder Regierungsanleihen mit höheren Zinsdifferenzen zur Schweiz gekauft (z.B. Australien, Emerging Markets). Langfristig entschädigen diese Prämien das eingegangene Risiko. Der Erfolg hängt allerdings von einem professionellen Bonitätsmanagement ab.
⇒ Kreditansatz mit professionellem Bonitätsmanagement

Strategieanpassung Obligationen Fremdwährungen

Modifizierte Anlagephilosophie II

- Nutzen der Währungsentwicklung durch Berücksichtigung von Währungen mit Aufwertungstendenzen (müssen frei konvertierbar sein). In der Regel sind dies Länder mit Handelsbilanzüberschüssen. Bei erwarteten Währungsverlusten sollen Absicherungen getätigt werden.
 - ⇒ Taktische Steuerung der Währungsrisiken
- Die Benchmarkwahl hängt von den Präferenzen und den eingesetzten Instrumenten des Kunden ab. Alle Varianten haben ihre Vor- und Nachteile. Unser Anlageansatz ist ein „Bottom-Up“-Ansatz und verfolgt primär eine absolute Sicht, also eine Optimierung des Risiko-Ertrags-Verhältnisses. Um nicht ins Hintertreffen zu herkömmlichen Benchmarks (und der Konkurrenz) zu geraten werden wir unsere Ausrichtung allerdings auf eine relative Sicht modifizieren bei JPY- und USD-Stärken oder EUR-Schwächen. So versuchen wir das Kundenbedürfnis nach absoluter Ausrichtung (Minimierung Volatilität) und relativer Ausrichtung (Minimierung Tracking Error) unter einen Hut zu bringen. Dies im Gegensatz zu vielen Konkurrenten, die nur auf ein Bedürfnis eingehen. Um Konkurrenzvergleiche und Transparenz zu erhöhen, schlagen wir einen herkömmlichen Benchmark vor, im Bewusstsein grössere Abweichungen einzugehen.
 - ⇒ Benchmark: JP Morgan global in CHF