

Anlagezeitraum

Langläufer leben besser

Was macht David F. Swensen so erfolgreich? Der Chief Investment Officer des Yale University Endowment Fund hat über zehn Jahre (1994 bis 2003) eine jährliche Nettoperformance von 16% erwirtschaftet und zählt damit zu den Topanlegern im institutionellen Bereich. Er führt seinen Erfolg unter anderem auf die Faktoren Diversifikation, Disziplin und Aktienorientierung zurück. Ausserdem werden nichttraditionelle Investments – wie Hedge funds, Private equity, Holz oder Immobilien –, die als illiquider und weniger effizient als traditionelle gelten, hoch gewichtet. Swensen ist sehr langfristige ausgerichtet, was auch Voraussetzung für die beschriebene Strategie ist.

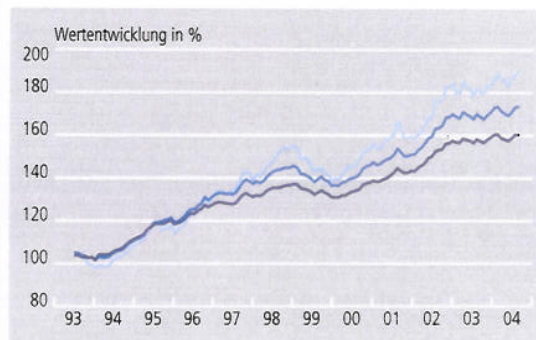
Auf Liquiditätsprämie achten

Privaten stehen natürlich nicht wie Swensen 10 Mrd. \$ für ihre Investitionen zur Verfügung, und auch die Anlagedauer kann für sie nicht unbegrenzt sein. Allerdings ist sie, wie die Erfahrung zeigt, meist doch bedeutend länger, als sie es sich bewusst sind: Oft umfasst sie zwanzig, dreissig Jahre bis zur Pensionierung. Nach der Pensionierung wird in den meisten Fällen nicht das gesamte Vermögen sofort verbraucht, häufig wird gar ein grosser Teil vererbt.

Private investieren also meistens mit einer zu kurzfristigen Ausrichtung und legen ungebührlich viel Wert auf die Liquidität der Anlagen. In der Folge resultiert eine suboptimale Rendite. Finanztheoretisch müssen weniger liquide Investments dank der Illiquiditätsprämie auf lange Sicht eine höhere Rendite erwirtschaften. Das bedeutet nicht, dass Private ihr gesamtes Vermögen in Private equity oder andere illiquide Anlagen fliessen lassen sollten. Oft lohnt es sich aber, mit Blick auf eine bessere Rendite eine geringere Liquidität in Kauf zu nehmen.

Mehrendite

Dieses Prinzip kann jeder Obligationeninvestor befolgen, indem er Papiere mit längerer Laufzeit kauft. Die Erfahrung

Lange Laufzeiten sind überlegen

31. Juli 1993 bis 30. September 2004

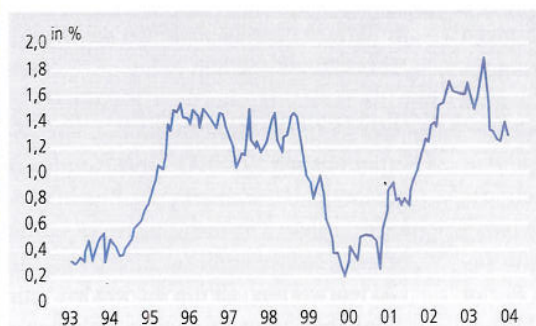
(EFFAS-Bond-Indizes schweizerische Staatsanleihen)

■ 3-5 Jahre ■ 5-7 Jahre ■ länger als 10 Jahre

Grafik 1

Quelle: EFFAS, Grafik: Finanz und Wirtschaft

zeigt allerdings, dass Private die Diversifikation über die Laufzeiten zwar umsetzen, dabei aber nur sehr ungern Anleihen mit einer Restlaufzeit von mehr als fünf Jahren kaufen und sich für Wiederanlagen gerne auf drei- bis fünfjährige Titel konzentrieren. Die Laufzeitenstruktur solcher Portfolios reicht daher von einem bis zu fünf Jahren.

Attraktives Renditeplus

31. Juli 1993 bis 30. September 2004

(EFFAS-Bond-Indizes schweizerische Staatsanleihen)

■ Differenz der Rendite auf Verfall von zehnjährigen Obligationen gegenüber drei- bis fünfjährigen Staatsanleihen

Grafik 2

Quelle: EFFAS, Grafik: Finanz und Wirtschaft

Durch den Einbezug längerer Laufzeiten lässt sich in der Regel die Rendite steigern, wie ein Vergleich über die letzten zehn Jahre zeigt: Für drei- bis fünfjährige Obligationen beträgt die annualisierte Rendite 4,35%, während es für über zehnjährige 6,05% sind. Die auf den ersten Blick geringe Differenz von 1,7 Prozentpunkten schlägt sich über einen Zeitraum von zwanzig Jahren in einem Performanceunterschied von 40% nieder. Auch der Vergleich über eine kürzere Periode (1993 bis 2004) belegt die klare Überperformance der längerfristigen

Obligationen (Grafik 1). Dank des Einbezugs länger laufender Papiere nimmt zudem die Häufigkeit von Wiederanlagen ab – es fallen weniger Spesen an, was die Nettoperformance ebenfalls erhöht.

Einbruch weggesteckt

Leider steigt durch die längere Laufzeit der Obligationen auch das Risiko gemessen an der Standardabweichung mit annualisierten monatlichen Daten, und zwar von 2,52 auf 5,21%. Private Obligationeninvestoren verstehen unter Risiko meist nicht die Standardabweichung, sondern die Gefahr, einen Verlust zu erleiden oder einen Titel zum Höchstkurs zu erwerben.

Für einen Anleger, der auf dem Höchst im Jahr 1999 eingestiegen ist, stellt sich die Situation heute wie folgt dar: Die Langläufer sind zwar massiv eingebrochen, doch bereits nach siebzehn Monaten war eine Mehrendite zu verzeichnen. Dieser Aufholeffekt ist

darauf zurückzuführen, dass langfristige Obligationen einen höheren Coupon bzw. eine höhere Rendite auf Verfall aufweisen als kurzfristige. Die Differenz betrug im Durchschnitt 1,01%, war allerdings markanten Schwankungen unterworfen (Grafik 2 Seite 9).

Grafik 2 zeigt ausserdem, dass die momentane Renditedifferenz im historischen Vergleich attraktiv ist: Gegenwärtig geht man von steigenden Zinsen und einer Verflachung der Zinskurve aus, d. h., die Renditen werden am kurzen Ende der Zinskurve deutlicher zulegen als am langen. Kommt zudem der erwähnte Renditeaufschlag hinzu, ist nicht zu erwarten, dass die lang laufenden Papiere eine signifikant schlechtere Performance erbringen als die kurzen. Lange Laufzeiten zu berücksichtigen, ist

auch in diesem Szenario sinnvoll. Wie ist die Mehrrendite von langfristigen Staatsobligationen gegenüber kurzfristigen zu erklären? Sie ist die Entschädigung für das Markt- bzw. das Zinsrisiko, das zu einem grossen Teil auf Inflationsbefürchtungen zurückgeführt werden kann. Mit anderen Worten: Die Investoren werden für die Übernahme dieser Risiken entschädigt.

Risiken werden belohnt

Ein weiteres interessantes Merkmal langfristiger Staatsobligationen ist, dass sie in Finanzkrisen einen gewissen Schutz bieten. Nur Anleihen mit langer Laufzeit und bester Bonität zeigen in Zeiten von Krisen an den Finanzmärkten eine gute Performance und können so auch ein aktienlastiges Portfolio teilweise stabilisieren.

Das Fazit dieser Überlegungen ist, dass der Privatinvestor seine Scheu vor langfristigen Obligationen ablegen sollte. Schliesslich handelt es sich hier sozusagen um kapitalgeschützte Instrumente, denn Schweizer Staatsanleihen werden auch künftig zu 100% zurückgezahlt. Im Rahmen der zeitlichen Staffelung sind auch Papiere mit langer Laufzeit zu berücksichtigen: Bereits die sieben- bis zehnjährigen schneiden über die letzten zehn Jahre bedeutend besser ab als drei- bis fünfjährige. Und auch in gemischten Portfolios mit Aktien, alternativen Anlagen und Anleihen sind im Bereich der Festverzinslichen langfristige Obligationen bester Bonität wegen des «Versicherungsschutzes» hoch zu gewichten.

Adrian Scherer

Bank Sal. Oppenheim Schweiz

Inflationsindexierte Anleihen

Ideales Instrument oder teurer Risikoschutz?

Mit dem scheinbar unaufhaltsam steigenden Ölpreis kommt das Thema Inflation wieder auf die Tagesordnung. Die Anleger stehen jetzt vor einem Dilemma. Nimmt die Inflation zu, drohen Zinserhöhungen durch die Notenbanken, Renditesteigerung und damit auch Kursverluste. Sind inflationsindexierte Anleihen eine Alternative zu konventionellen Papieren?

In den letzten Jahren hat sich das Gesamtvolumen inflationsindexierter Bonds deutlich ausgeweitet. Heute beläuft es sich auf über 500 Mrd. \$, vor sieben Jahren waren es rund 100 Mrd. \$. Der Markt wird von staatlichen Emittenten beherrscht, vor allem von den USA (TIPS, Treasury inflation protected securities), Grossbritannien und Frankreich. Seit 2003 emittieren Italien und Griechenland derartige Papiere, Deutschland

könnte bald folgen. In der Schweiz beobachtet die Eidgenössische Finanzverwaltung die Entwicklung dieses Anleiheityps und wird prüfen, ob die Lancierung in Betracht gezogen werden sollte. Noch gibt es keine solchen Pläne.

Die Produkte im Vergleich

Inflationsindexierte Anleihen werden mit einem realen Zinscoupon begeben und zum realen Rückzahlungswert zurückbezahlt, sodass damit das Risiko steigender Geldentwertung eliminiert werden kann.

Inhaber konventioneller Anleihen erhalten regelmässige einen Coupon, dessen Nominalbetrag zum Zeitpunkt der Emission festgelegt wurde und während der Laufzeit unverändert bleibt (z. B. jährliche Zahlung von 3%). Unter Annahme einer kontinuierlichen Inflation (z. B. 2%)

wird sich der reale Zinscoupon ständig verringern (im ersten Jahr 2,94%, im zweiten 2,88% usw.) und der reale Tilgungsbetrag am Laufzeitende niedriger sein als der Investitionsbetrag am Anfang (nach zwei Jahren 96,04%).

Inflationsindexierte Papiere funktionieren nach einem anderen Konzept: Sowohl der Zinscoupon als auch die Rückzahlung am Laufzeitende basieren auf dem realen Wert zum jeweiligen Zeitpunkt. So wird beispielsweise ein realer Zins von 1,5% vereinbart. Das hat zur Folge, dass – erneut unter Annahme einer stetigen Inflation von 2% – der nominale Coupon ständig zulegt (auf 1,53% im ersten bzw. 1,56% im zweiten Jahr) und der nominale Rückzahlungsbetrag am Ende der Laufzeit höher ist als der Anlagebetrag (nach zwei Jahren 104,04%).