



Asset- und Liability-Management

Staatsanleihen: Flaute oder Sturm im sicheren Hafen

Soll wirklich noch in Obligationen investiert werden?

PPCmetrics AG

Dr. Alfred Bühler, Partner



Some of the graphs/pictures are not available online

7. September 2012

Staatsanleihen:

Sturm oder Flaute im sicheren Hafen? (1)

- Eine wichtige Charakteristik von Staatsanleihen ist, dass diese in Stresszeiten ihre Liquidität und ihren Wert behalten. Dieser Umstand zeigte sich in der Finanzkrise deutlich.

Schaefer und Behrens (2011)

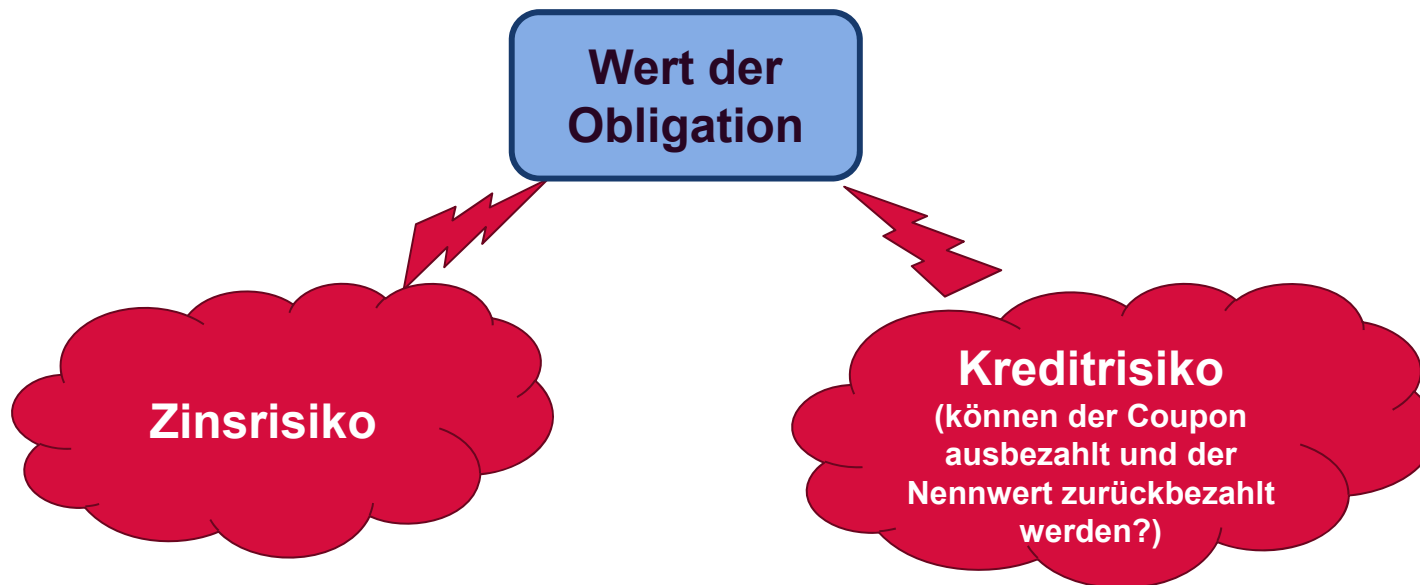
- ▶ **Ist dieser «Flight-to-Quality» resp. «Flight-to-Liquidity» Effekt aber heute noch gültig?**
- ▶ **Die Antwort: Es kommt darauf an....**

Staatsanleihen: Sturm oder Flaute im sicheren Hafen? (2)

Ausgangslage

Bewertung von Obligationen

- Der Wert einer Obligation wird durch die Laufzeit, die Höhe des Coupons und die Rendite auf Verfall bestimmt.
- Der Wert der Obligation wird durch folgende Risiken beeinflusst:



- Eine **risikolose Obligation** ist eine Anleihe, die **kein Kreditrisiko** besitzt, d.h. eine Anleihe deren Emittent nicht Konkurs gehen kann.
- Ein solcher Emittent ist der **Staat mit einem eigenen Währungsraum**, da dieser unbegrenzte Möglichkeiten hat Mittel zur Begleichung seiner Schulden zu generieren. Entweder kann er die Steuern erhöhen und/oder er finanziert sich über die Notenpresse.
- ▶ **Somit kann ein souveräner Staat mit einer eigenen Währung nicht Konkurs gehen, d.h. es besteht kein Kreditrisiko.**
- ▶ **Anleihen solcher Staaten sind per Definition risikolos.**

Ausgangslage

Spezialfall Euro Zone (1)

- Die Mitgliedsländer der EURO Zone haben individuell keine Souveränität über die Währung in der sie sich verschulden. Aus diesem Grund kommt für diese Länder eine Finanzierung über die Notenpresse nur teilweise in Frage. Einzige Möglichkeit bleibt damit die Erhebung von Steuern.
- Wie die aktuelle Situation zeigt, ist aber die Steuerfinanzierung aufgrund des fehlenden Wirtschaftswachstums nur beschränkt möglich und letztendlich wohl nicht ausreichend zur Abwendung eines Konkurses.
- ▶ **Bei Staatsanleihen der EURO Zone handelt es sich deshalb nicht um risikolose Obligationen.**

Ausgangslage

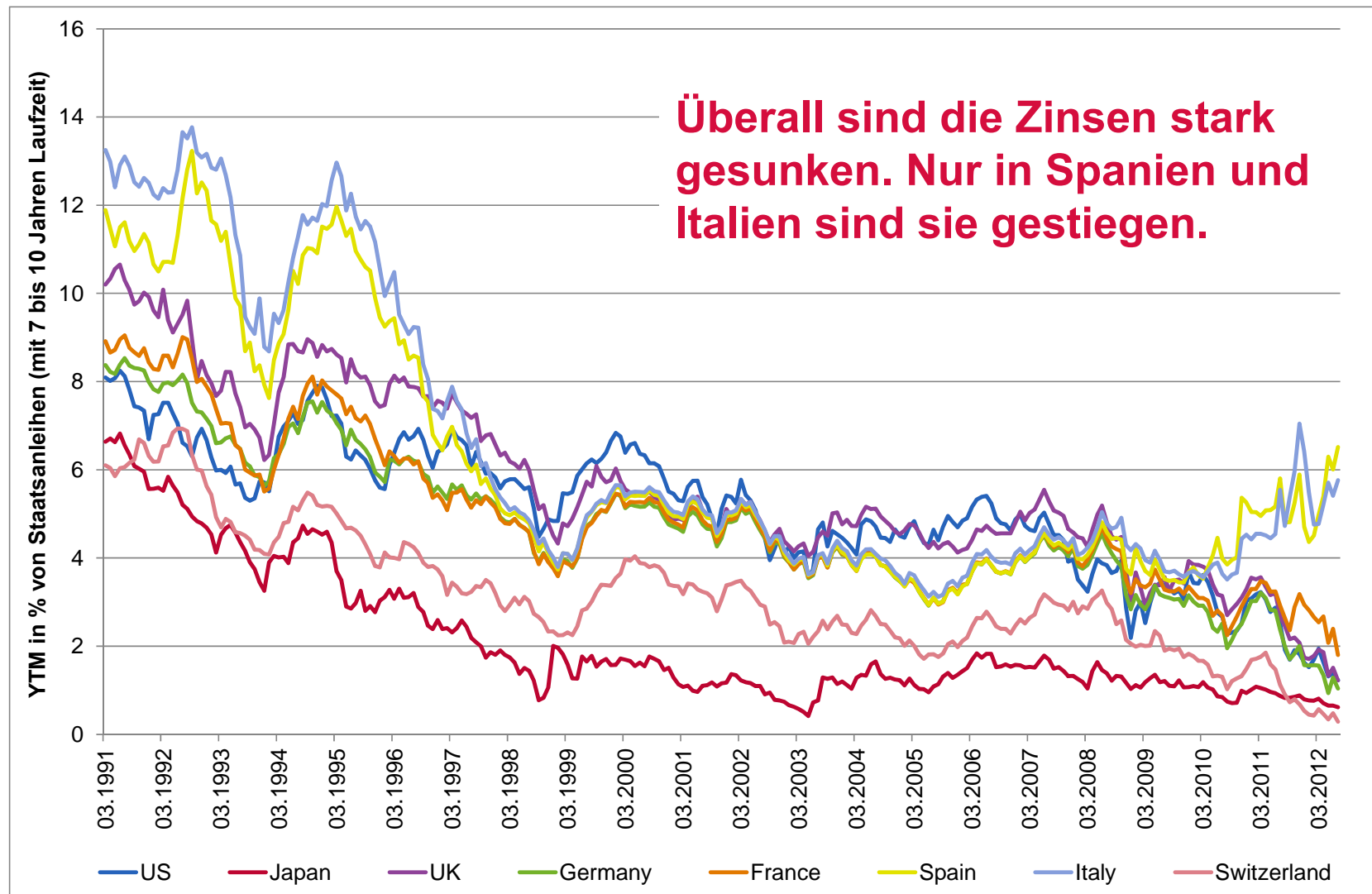
Spezialfall Euro Zone (2)

- Der Logik der Notenpresse folgend, sind nur diejenigen Länder im Euro risikolos, die bei einem drohenden Konkurs in jeden Fall zum Anwerfen der Notenpresse führen.
- ▶ **Im aktuellen Fall wäre dies nur Deutschland.**
- Risikolose Obligationen haben lediglich **kein Kreditrisiko**. **Es bleibt das Zinsänderungsrisiko übrig.** Wenn ein Staat beginnt seine Schulden über die Notenpresse zu begleichen, **steigt die Inflation** und dadurch das Zinsniveau. Die vereinbarte fixe Entschädigung während der Laufzeit der Obligation (der Coupon) wäre danach zu niedrig. **Die Obligation verliert an Wert.**

- Die Staatsanleihen der Euro Länder weisen zusätzlich zu den Inflations- resp. Zinsänderungsrisiken auch Kreditrisiken auf.
 - Dagegen sind die Obligationen der souveränen Länder mit eigenem Währungsraum wie die USA, Japan, Grossbritannien oder die Schweiz risikolos. Sie weisen aber Zinsänderungsrisiken auf.
- ▶ **Kann dieser Umstand in der Vergangenheit beobachtet werden?**

Nominalzinsen der Staatsanleihen

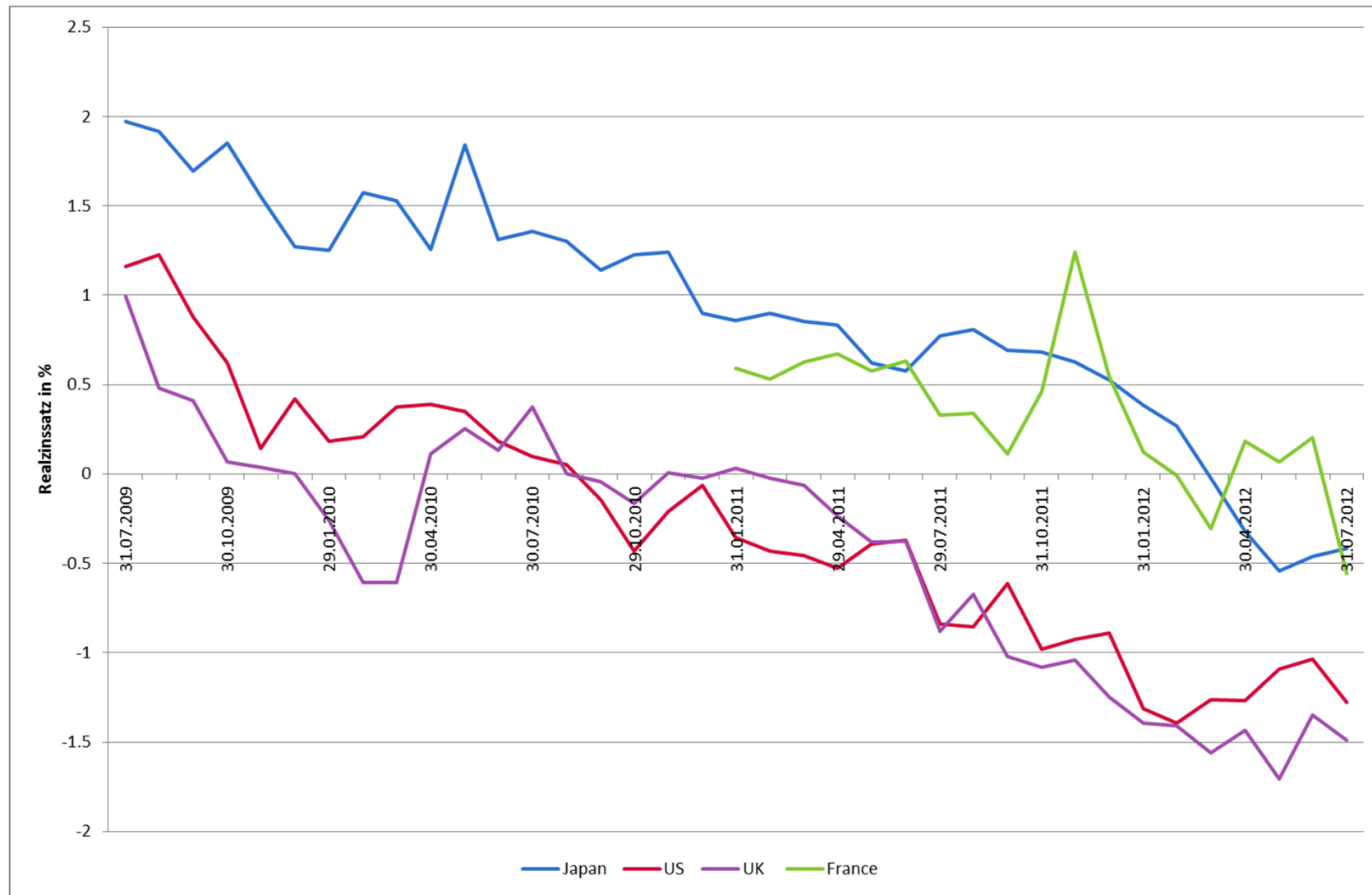
Zinsniveau ausgewählter Staaten



Quelle: Bloomberg

Realzinsen der Staatsanleihen

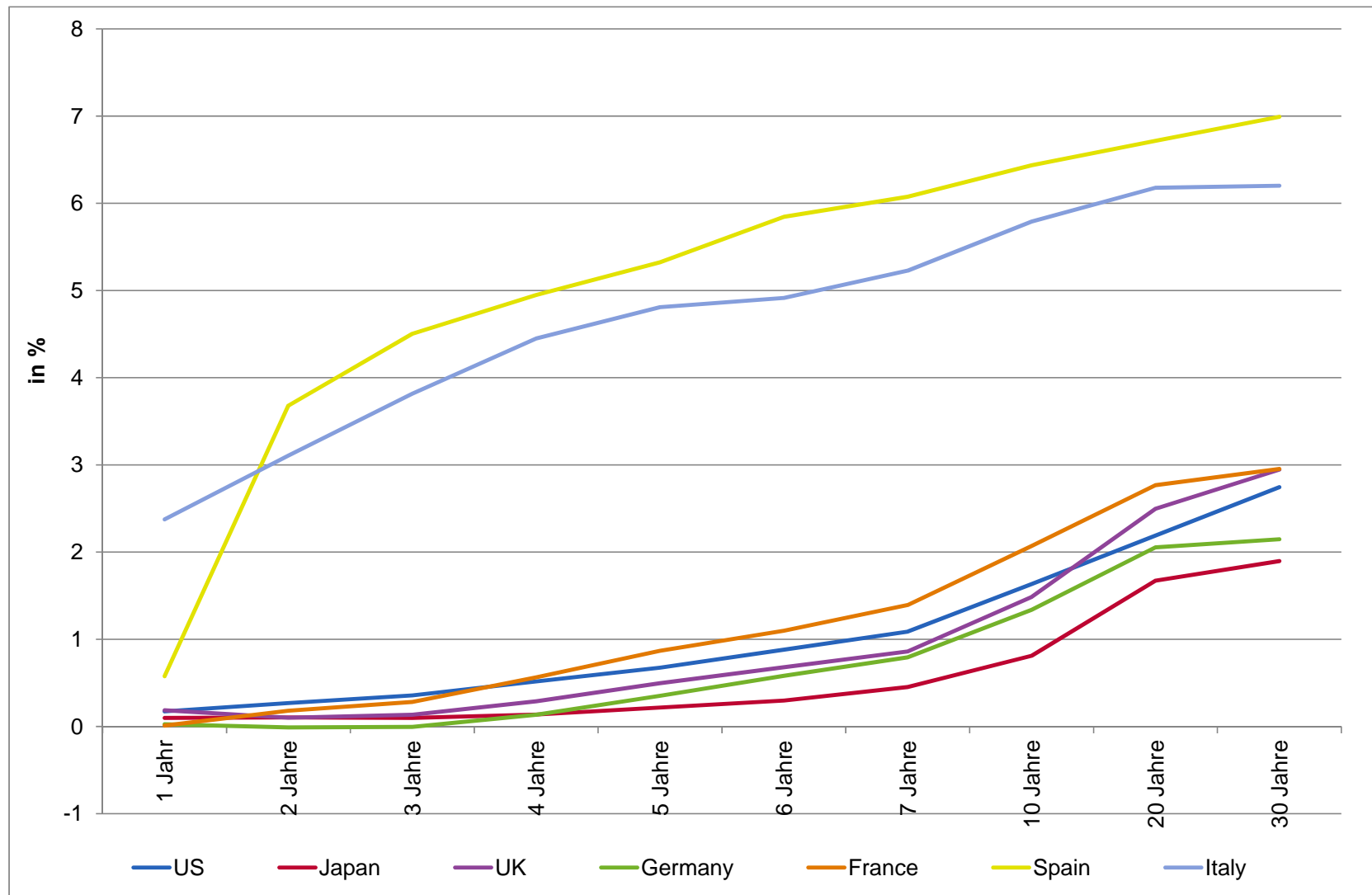
Realzinsen 5jähriger Inflation Linked Bonds



Quelle: Bloomberg

Aktuelle Situation

Fristenstruktur der Zinssätze



Quelle: Bloomberg

(Kredit-)risikolose Staatsanleihen

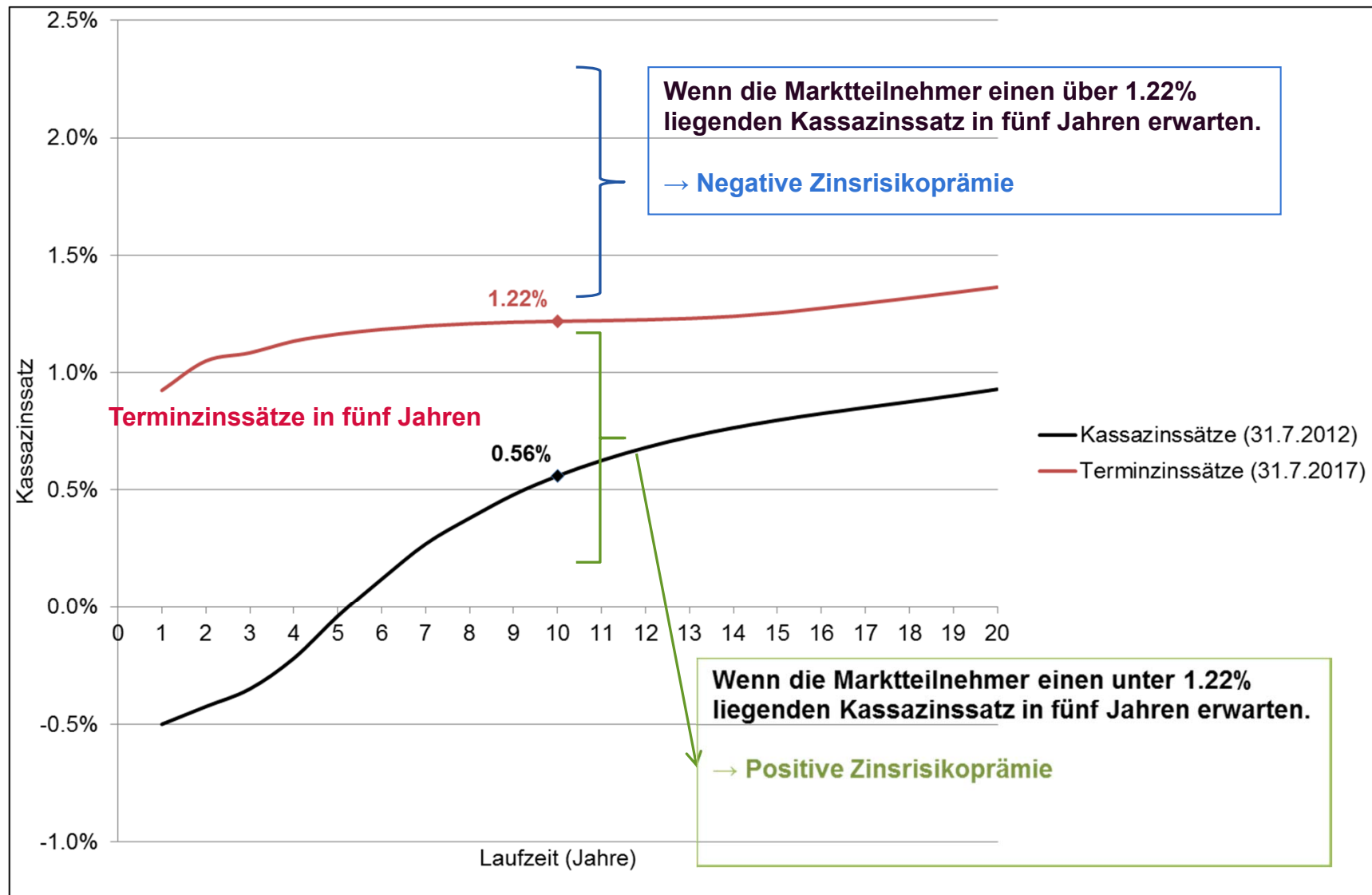
Historisch tiefes Zinsniveau

Wie geht es weiter?

- Aktien sind über jeden betrachteten Zeithorizont risikobehaftet, d.h. eine Performance unter derjenigen des risikolosen Zinssatzes ist möglich.
- Als Entschädigung für dieses Risiko verlangen die Investoren eine **erwartete Mehrrendite**, die Risikoprämie.
- Die risikolose Rendite über einen Zeithorizont von zehn Jahren beträgt zum Beispiel 1%, die erwartete Aktienrendite liegt bei 5%.
- Daraus resultiert eine Aktienrisikoprämie von 4%.
- Es gibt kein objektiv richtiger Wert für die Höhe der Aktienrisikoprämie.
- **Gibt es auch Zinsrisikoprämien?**

Schweizer Bundesobligationen

Terminzinssätze und Risikoprämien

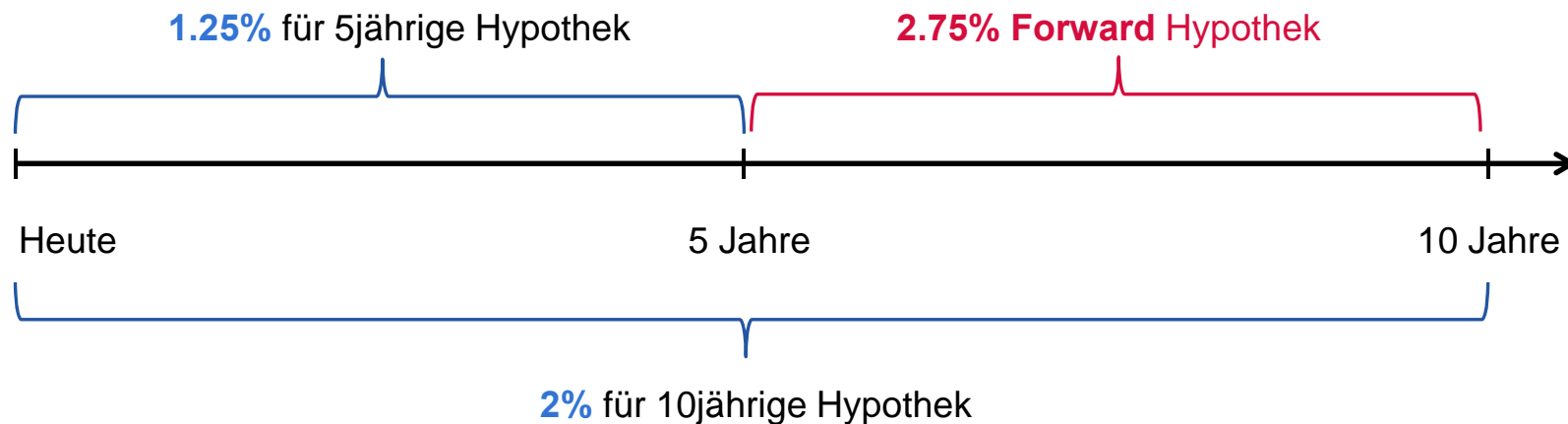


- Weisen Geldmarktanlagen oder langfristige Obligationen eine höhere erwartete Rendite über einen vorgegebenen Zeithorizont auf?
- Im langfristigen historischen Durchschnitt konnte mit Obligationen eine Mehrrendite gegenüber Geldmarktanlagen erwirtschaftet werden.
 - **Positive Zinsrisikoprämie**
- Im aktuellen Tiefzinsumfeld würde eine positive Zinsrisikoprämie bedeuten, dass **die Marktteilnehmer unter den Terminzinssätzen liegende zukünftige Zinsen erwarten.**
- **Ist dies eine realistische Markterwartung?**

Wie entstehen Zinsrisikoprämien?

Die optimale Laufzeit einer Festhypothek (1)

- Soll eine 5- oder 10jährige Festhypothek abgeschlossen werden?
- Zwei wichtige Kriterien:
 - Zinserwartungen (welchen Zinssatz erwarte ich in 5 Jahren?)
 - Risikopräferenzen (mit welcher Laufzeit trage ich weniger Risiken?)



Wie entstehen Zinsrisikoprämien?

Die optimale Laufzeit einer Festhypothek (2)

- Für die Wahl der optimalen Laufzeit der Festhypothek spielen nicht nur Zinserwartungen eine Rolle.
- Ein knapp kalkulierender Hausbesitzer entscheidet sich für eine 10jährige Festhypothek, selbst wenn er in fünf Jahren einen unter 2.75% liegenden 5jährigen Zinssatz erwartet.
- Da er mit der 10jährigen Festhypothek kein Zinsrisiko nach fünf Jahren trägt, ist er bereit eine zusätzliche (erwartete) Risikoprämie zu bezahlen.
- Alle Anbieter und Nachfrager am Zinsmarkt weisen (wie im Beispiel) eine bestimmte Risikopräferenz auf.
- **Die aktuelle Zinsstruktur widerspiegelt neben den Zinserwartungen auch diese Risikopräferenzen.**

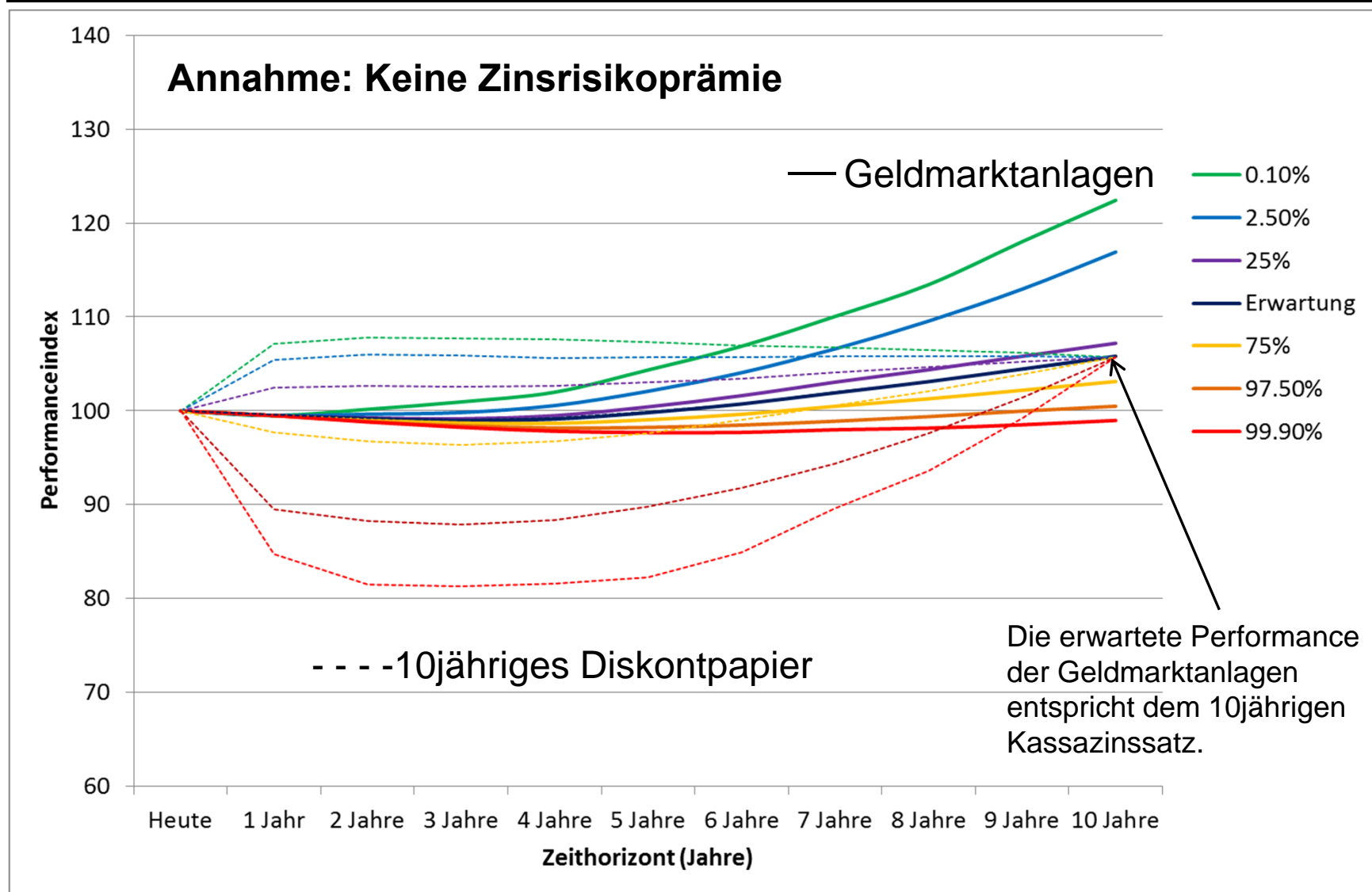
- Bei jeder Pensionierung gibt der Gesetzgeber die Risikopräferenz des Neurentners vor (Nominal garantierte Rente).
- Die Verrentung führt zu einer Nachfrage nach langfristigen Obligationen.
- Pro Jahr werden Neurentnen mit etwa CHF 20 Mia. Vorsorgekapital gebildet.
- Für rentnerlastige VE und Versicherungen sind langfristige Obligationen weniger risikobehaftet als Geldmarktanlagen.
- **Anhaltend hohe Nachfrage nach langfristigen Obligationen.**
- **Negative Risikoprämien möglich!**

Negative Zinsrisikoprämien in der Schweiz?

Konsequenzen und Ausblick

- Die Gründe für tiefe Zinsen (z.B. Schuldenkrise) und die hohe (aktuelle und potentielle) Nachfrage nach langfristigen Obligationen bleiben auf absehbare Zeit bestehen.
- Die tiefen Zinsen reduzieren den finanziellen Spielraum vieler institutioneller Investoren. Dies führt zu einer zusätzlichen Nachfrage nach langfristigen Obligationen.
- Je mehr die Marktteilnehmer mit einer solchen zukünftigen Nachfrage rechnen, desto tiefer liegen die aktuellen Zinsen.
- **Diese sich selbst verstärkenden Effekte können nur durch einen Inflationsschock durchbrochen werden.**
 - **Die Wahrscheinlichkeit weiterhin tiefer Zinsen ist hoch.**
 - **Mit geringer Wahrscheinlichkeit ist mit einem markanten Zinsanstieg zu rechnen.**

Asymmetrische Zinsrisiken



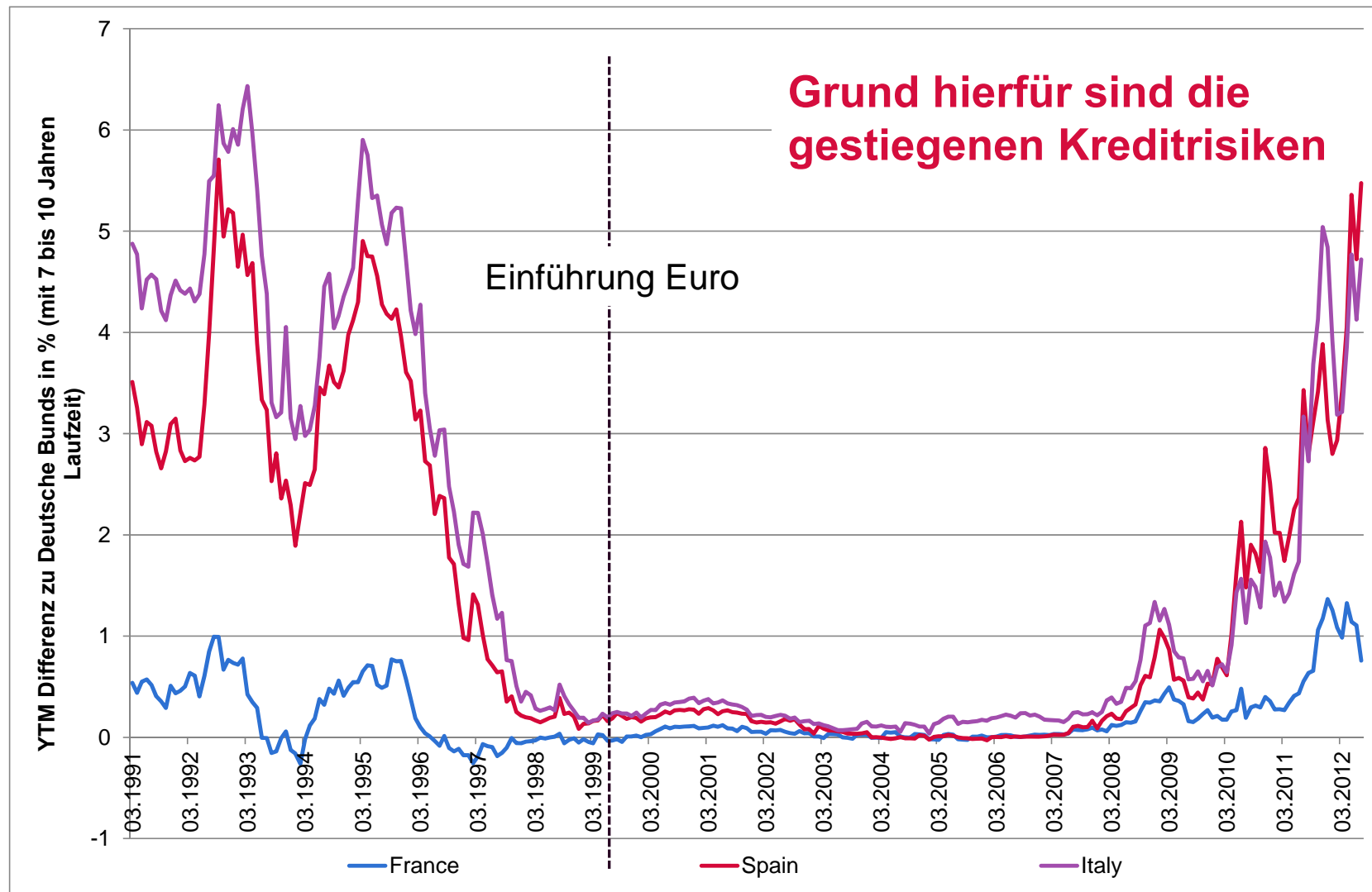
Staatsanleihen mit Kreditrisiken

Ist die Situation historisch aussergewöhnlich?

Historisches Inflation und Konkurse

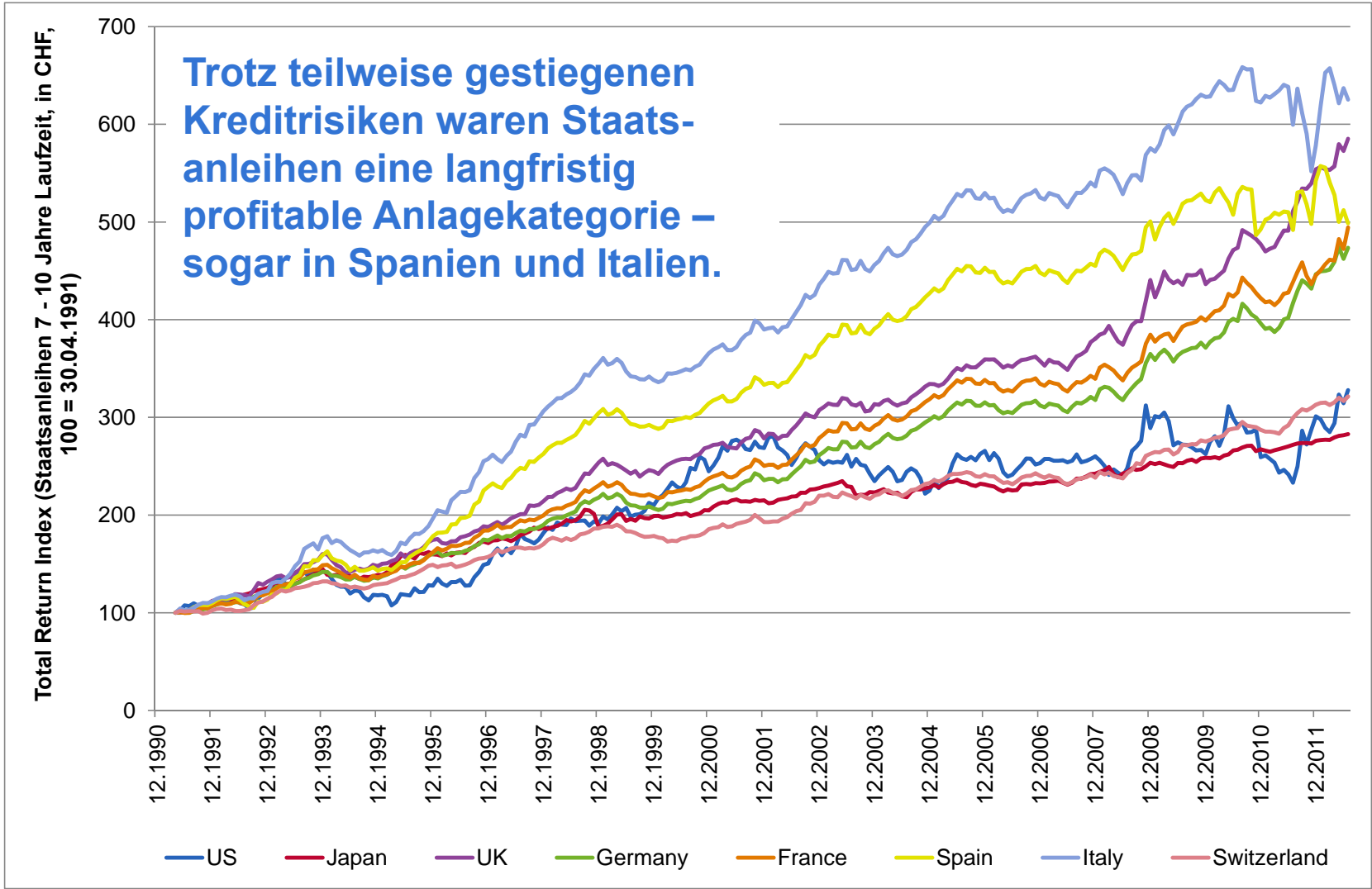
Es gab schon immer Stürme im sicheren Hafen

Historisches Zinsen EUR-Staaten im Vergleich zu Deutschland



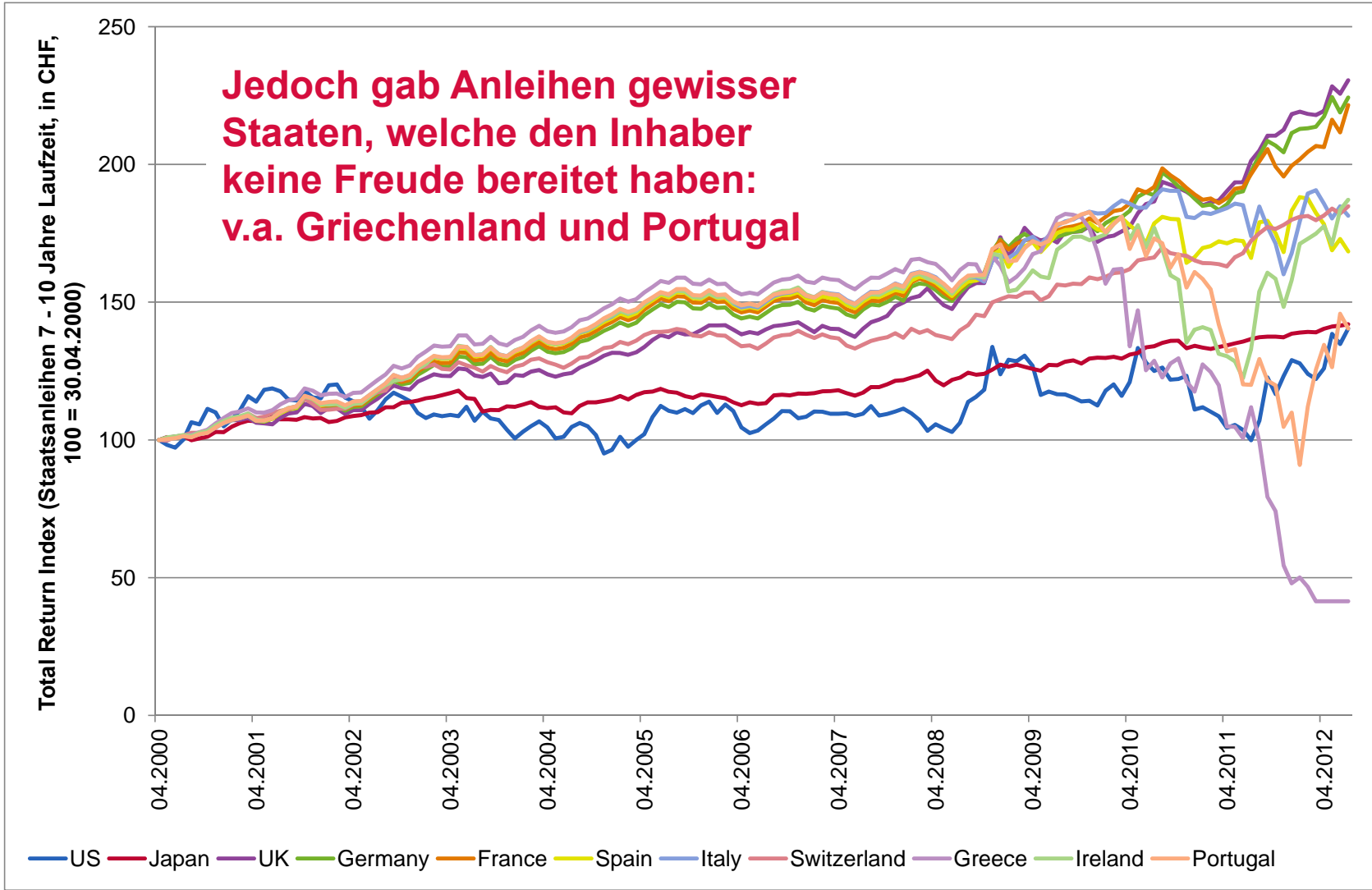
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Historisches Performance seit 1991



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

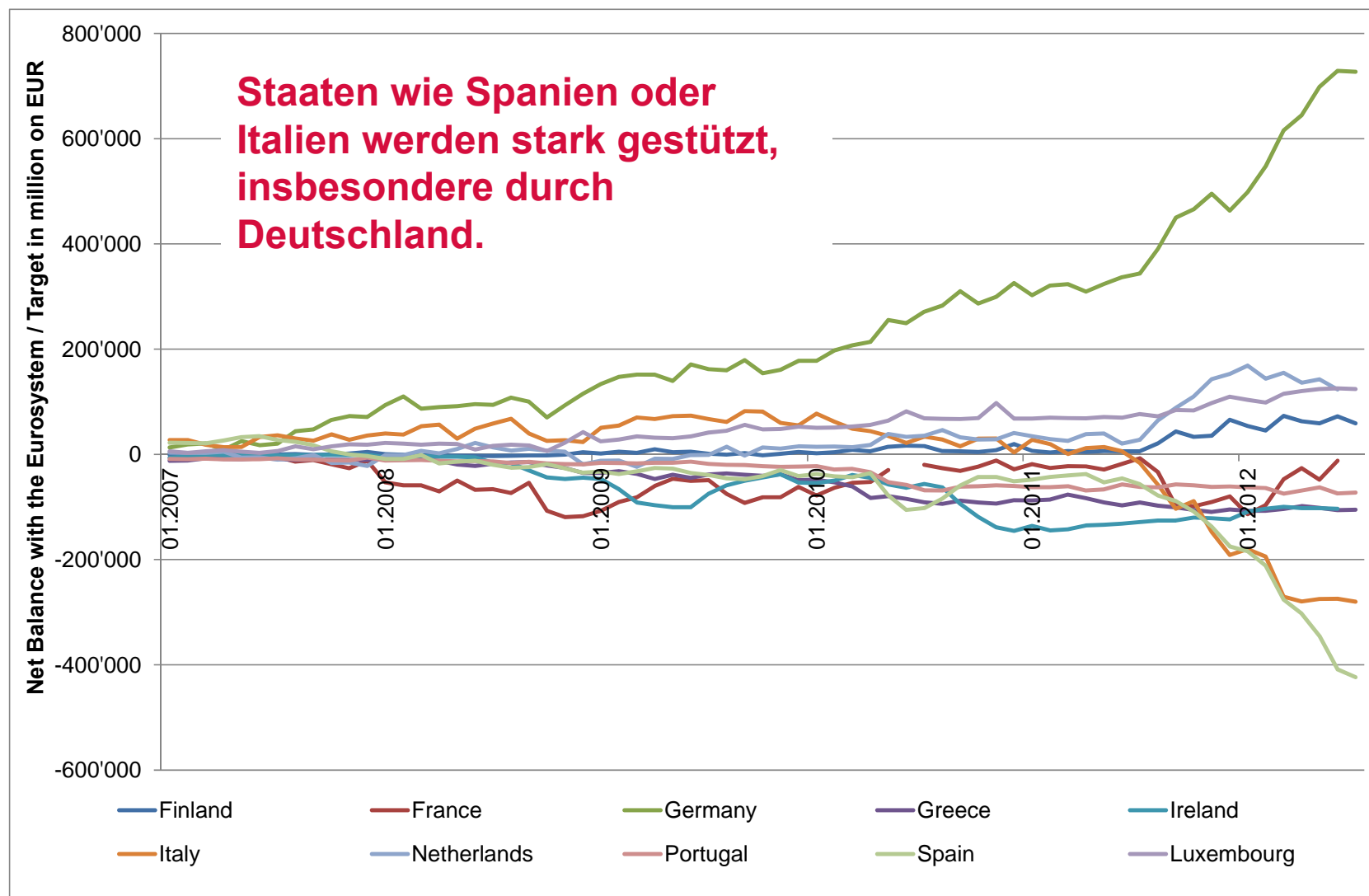
Historisches Performance seit 2000



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Ausblick

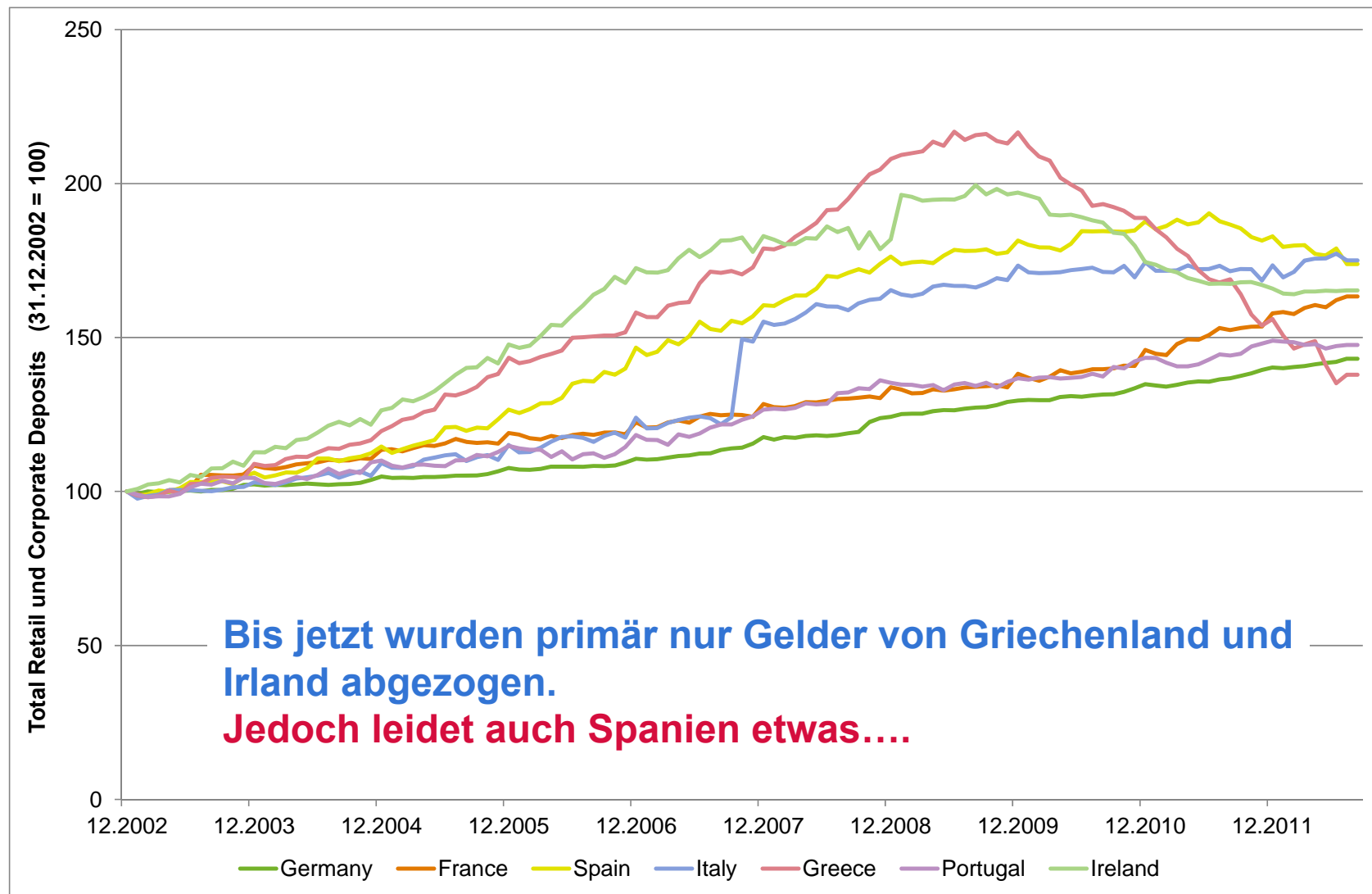
Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Eurosystem



Datenquelle: Institut für Empirische Wirtschaftsforschung, Universität Osnabrück

Ausblick

Depositen ausgewählter Staaten



Quelle: Bloomberg

Staatsanleihen mit Kreditrisiken

Fazit

- Hohe Zinsen in peripheren europäischen Ländern waren schon vor der Einführung des Euro die Regel.
- Vor der Einführung des Euro haben die hohen Zinsen die Währungsrisiken entschädigt. Heute sind es Kreditrisiken.
- In einem gut diversifizierten Portfolio kann eine Beimischung dieser Anleihen durchaus Sinn machen.
- Ein kombiniertes Portfolio aus «Hartländern» und PIIGS hat interessantere Rendite-Risiko-Eigenschaften als isolierte Portfolios.
- Währungsrisiken und Kreditrisiken im Euro heben sich teilweise auf.

Möglichkeiten für Pensionskassen gegen drohende Kreditrisiken (1)

- Wir beobachten, dass Pensionskassen folgende Alternativen in Erwägung ziehen resp. durchgeführt haben:
 - Verbreiterung des Anlageuniversums v.a. bei den Obligationen
 - Anheben des Mindestratings bei den Obligationen
 - Massgeschneiderte Ländergewichtung resp. Ausschliessung gewisser Staaten
 - Reduktion der Obligationen FW zugunsten der Obligationen CHF und Aktien/Immobilien
 - Erweiterung der Anlagerichtlinien, aktives (prognosebasiertes) Management
- ▶ **Jede dieser Alternative hat ihre Vor- und Nachteile und sollte deshalb spezifisch für die Pensionskasse analysiert werden.**

Möglichkeiten für Pensionskassen gegen erhöhte Kreditrisiken (2)

- Die am meisten verfolgte Variante ist die Diversifikation:
«diversification ist the only free lunch».

- Beispiele
 - Unternehmensanleihen?
 - Anleihen staatsnaher Schuldner?
 - Anleihen von Schwellenländer?
 - Insurance Linked Securities?
 - Infrastruktur?
 - ...?

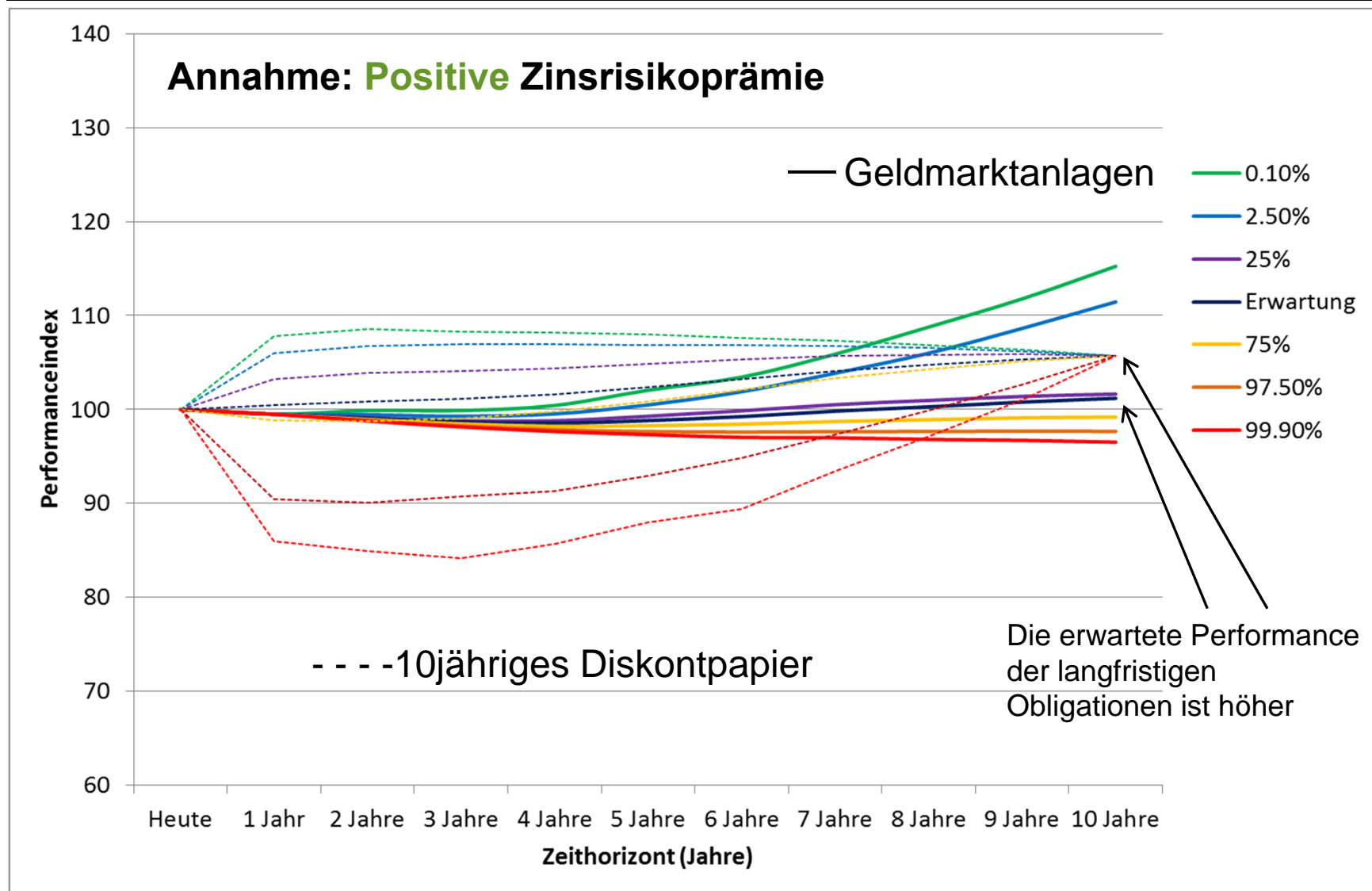
Anhang

Positive und negative Zinsrisikoprämien

Performance von Geldmarktanlagen
und
langfristigen Diskontpapieren

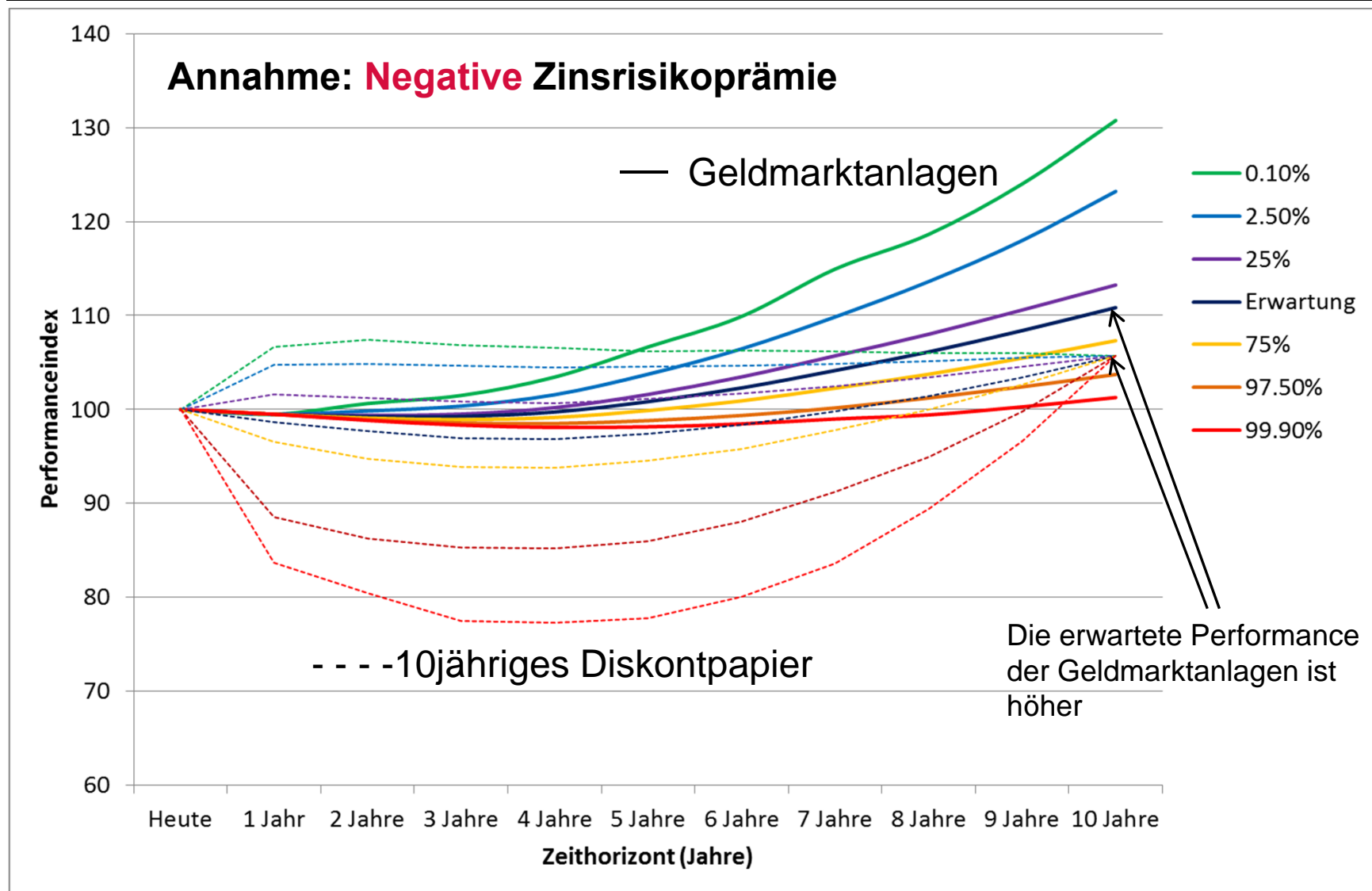
Anhang

Asymmetrische Zinsrisiken



Anhang

Asymmetrische Zinsrisiken





Financial Consulting, Controlling & Research

PPCmetrics AG

Badenerstrasse 6

Postfach

CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11

Telefax +41 44 204 31 10

E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch

www.ppcmeters.ch

PPCmetrics SA

23, route de St-Cergue

CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11

Fax +41 22 704 03 10

E-mail nyon@ppcmetrics.ch

www.ppcmeters.ch