

## Robustere Schiffe statt sichere Häfen

Wer die erzielten Renditen von (IG)-Staatsanleihen über die letzten Jahre betrachtet, fragt sich vielleicht, wieso diese Anlageklasse nach den groben Verlusten in 2022 überhaupt je als «Sicherer Hafen» bezeichnet wurde. Und natürlich, ob man sie auch in Zukunft als solche bezeichnen möchte. Wir erörtern im Timeout einige relevante Annahmen und Argumente dafür und dagegen und erlauben uns Kommentare dazu.

### Sichere Häfen

Mit dem Begriff «sicherer Hafen» wird eine Anlage bzw. eine Anlageklasse umschrieben, die in praktisch allen Marktumfeldern stabil und werthaltig bleibt. Zumindest nominal und im besten Fall vielleicht sogar real. Bildlich gesprochen trotz der sichere Hafen dem Sturm und reduziert die Gefahr des finanziellen Kenterns.

Für viele Investoren gelten Investment Grade-Anleihen (kurz IG-Anleihen) und insbesondere Staatsanleihen von Industrieländern als sichere Häfen. Und das schon seit Jahrzehnten und erstaunlicherweise unbeeindruckt von den heftigen Verlusten in letzter Zeit. Wir rekapitulieren im Timeout zuerst Fakten, sprich erzielte Renditen. Danach listen wir anekdotisch ausgewählte Episoden in der Geschichte von Staatsanleihen-Performances auf. Am Schluss beschreiben wir aus unserer Sicht zentrale Annahmen und Argumente hinter den unterschiedlichen Perspektiven auf Staatsanleihen als sichere Häfen, um sie nachvollziehbar zu machen und vor allem, um Lesern nützliche Erkenntnisse für die Zukunft zu vermitteln.

### Anleihen-Renditen in den letzten rund 20 Jahren

Der Blick auf die historischen Renditen von IG-Anleihen zeigt, dass in der Phase von Anfang 2022 bis September 2023 praktisch die gesamte Rendite der letzten zwölf Jahre ausradiert wurde. Bei globalen IG-Staatsanleihen gemäss FTSE WGBI Index hedged in CHF sogar noch mehr mit einem kumulierten Verlust von -5.0% hedged in CHF ab Sept. 2011, während bei Schweizer IG-Anleihen gemäss Swiss Bond Index TR AAA-BBB für die gleiche Zeit wenigstens eine schwarze Zahl von kumulierten 6.9% vorliegt. Bei kumulierten Maximalverlusten von über 20% für globale Staatsanleihen abgesichert in CHF und fast 16% für SBI-IG-Anleihen in CHF während einer Phase mit erhöhter Inflation und steigenden Zinsen erscheint uns eine gesunde Skepsis gegenüber dem Begriff des sicheren Hafens nachvollziehbar, ja sogar angebracht.

Oft wird argumentiert, dass alle Anlageklassen mit öffentlich beobachtbaren Marktbewertungen im Jahr 2022 herbe zweistellige Verluste erlitten hätten, weil

steigende Zinsen zwingend alle Anlageklassen negativ beeinflussen würden. Die reine Mathematik hinter der Diskontierung mit höheren Zinsen ist zwar korrekt, die Annahme, dass alle Anlagen gleichermassen unter steigenden Zinsen litten bzw. leiden, ist aus unserer Sicht jedoch falsch. Erstens weil eine Diskontsatz-basierte Bewertung nicht für alle Anlageklassen gleichermassen anwendbar ist und zweitens, weil die Wirkung höherer Zinsen je nach Duration der Anlagen signifikant variiert. So erlitten beispielsweise variabel verzinsten Anlagen in 2022 wesentlich geringere Verluste als die vermeintlich «sicheren» Häfen mit langer Duration. Die hohe Streuung der erzielten Renditen von Schweizer Pensionskassen im Jahr 2022 reflektiert diese differenzierte Sicht übrigens.

### Staatsanleihen relativ zu anderen Anlagen

Vergleichen wir die Renditen der genannten Anleihen-Indizes mit repräsentativen Indizes für liquide alternative Anlagen über verschiedene Perioden, ist die These von IG-Anleihen als sicherer Hafen ebenfalls zu verwerfen. Entsprechende Renditen von Marktindizes, hier bewusst immer hedged in CHF, sprechen für sich. So erzielten z.B. Insurance Linked Strategies (ILS) gemäss Eureka hedge ILS Index ab Sept. 2011 eine kumulierte Rendite von über 13.9% und damit fast doppelt so viel wie der erwähnte Swiss Bond Index. Variabel verzinsten Syndicated Loans gemäss CSLLI rentierten zwischen Sept. 2011 und Sept. 2023 mit kumulierten 43.5%, bei einem Maximalverlust von nur 14%. Trendfolge-Strategien gemäss SG CTA Index lieferten in dieser 12-Jahres-Periode kumuliert 18% bei einem Maximalverlust von 20.7%. Es ist sicherlich allen Lesern klar, dass vergangene Performances keine Garantie für die Zukunft darstellen. Aber durchaus eine gute Basis zur Einschätzung von sicheren Häfen.

Wer argumentiert, wir würden bewusst nur Zeitperioden abbilden, die unsere These stützen: Die Ergebnisse und die damit verbundenen Aussagen treffen für zahlreiche Perioden in den letzten rund 23 Jahren oft zu. Natürlich sind die Indizes in der Praxis nicht kostenlos replizierbar, aber immerhin gewähren die Indexanbieter (teilweise kostenpflichtig) Zugang zur Zusammensetzung, sodass man als Anleger ein ähnliches (oder besseres) Portfolio bilden kann. Einige spezialisierte Fondsmanager zeigen seit Jahrzehnten, dass sich alle drei erwähnten Indizes über längere Fristen renditemässig übertreffen lassen.

### This time is different

Wer sich für längere Zeitreihen interessiert, dürfte am epischen Werk «This time is different – Eight Centuries of Financial Folly» von Carmen Reinhart und Ken Rogoff seine Freude haben. Unser Timeout ist zu kurz, um auf die zahlreichen interessanten Daten darin einzugehen, weshalb wir es bei den Feststellungen belassen, dass

nur wenige Staaten (darunter die Schweiz und die USA) in den letzten Jahrzehnten und Jahrhunderten stets ihre Schulden zurückzahlen konnten und eine Quote von mehr als 100% Schulden relativ zum Bruttosozialprodukt irgendwann fast immer in Tränen (Pleiten) endeten.

Basierend auf diesen Fakten finden wir langfristig also kein gutes Argument, das für Staatsanleihen als sicherer Hafen spricht. Wir sparen uns hier die Auflistung der historischen Renditen von Aktien, Gold und Immobilien und verweisen auf die existierende Literatur. Es wird klar, dass diese Realwerte oft höhere Renditen abwarfen als Staatsanleihen, insbesondere auch bei realer anstelle von nominaler Betrachtung. Aber woher stammt nun die Vorstellung, Staatsanleihen seien einer von wenigen, ja sogar der einzige wirklich sichere Hafen?

### Der sichere Hafen dank dem FED-Put

Je länger die Duration von Anleihen, desto höher ihr Wertzuwachs bei sinkenden Zinsen. Von Anfang der 80er Jahre bis Ende 2021 konnte man einen stetigen Trend fallender Zinsen beobachten, der nur von wenigen kurzen Episoden unterbrochen wurde. Besonders ab der Ära von Herrn Greenspan Ende der 90er wurden Zinssenkungen bei Zentralbanken (vor allem dem US-FED), bewusst als Mittel gegen schwächelnde Aktienmärkte eingesetzt. Man spricht heute noch vom «FED-Put», weil Zinssenkungen Gewinne auf Anleihen bewirken, welche allfällige Verluste auf Aktienanlagen kompensieren. Die Finanzkrise in 2008/09 wäre vermutlich noch übler ausgefallen, wenn die Investoren mit umfangreichen Staatsanleihen-Quoten nicht vom FED-Put profitiert hätten. Dieser Trick funktionierte gut, weshalb er in den folgenden 12 Jahren mehrmals wiederholt wurde. Ab 2015 sogar bis zur Implementierung negativer Zinsen in der Schweiz auf Eidgenossen und damit indirekt auch auf Staatsanleihen von Industrieländern hedged in CHF.

Wer sein Portfolio lediglich durch den Rückspiegel der letzten Jahre betrachtet, dabei das Jahr 2022 als statistischen Ausreisser diskret ausblendet und sich stattdessen auf andere Krisen in den letzten Dekaden fokussiert, könnte somit effektiv zur Ansicht gelangen, Staatsanleihen seien ein wahrhaft sicherer Hafen.

Vor dem Hintergrund, dass bei Anleihen negative Verfallsrenditen zu nominalen Verlusten führen (bei Haltung bis zur Maturität), mag es überraschen, dass nicht mehr Anleger in der Schweiz ihre Staatsanleihen-Quoten reduzierten als die negativen Zinsen von der SNB implementiert wurden. Das sicherlich gut gemeinte Festhalten an einer zu einem bestimmten Zeitpunkt definierten Anlagestrategie oder aber evtl. einfach fehlende Kenntnis der Faktenlage, wären wohl mögliche

Erklärungen für ein aus rein finanztechnischer Sicht eher schwer nachvollziehbares Verhalten. Wir sehen aber noch eine wesentlich praxisnähere Erklärung, die vor allem auf den herrschenden Anreizstrukturen basiert.

### Was macht einen sicheren Hafen in der Praxis aus?

Die einleitende Definition vom sicheren Hafen bezieht sich nur auf das Renditeprofil einer Anlage. Relevant sind in der Praxis natürlich auch qualitative Elemente. Ein für professionelle und institutionelle Anleger besonders wichtiger Aspekt ist das Reputationsrisiko bzw. dessen Vermeidung: In der Schweiz (und wohl auch in anderen Ländern) ist es fast unvorstellbar, dass institutionelle Investoren für Anlageverluste mit IG-Anleihen und vor allem IG-Staatsanleihen aus grossen Industrieländern einen Reputationsschaden erleiden. Wie der brillante John M. Keynes bereits vor fast 100 Jahren treffend bemerkte, ist es angenehmer konventionell zu scheitern als unkonventionell zu reüssieren. Entsprechend ist das gefühlte Reputationsrisiko hoher IG-Anleihenquoten im Gesamtportfolio nahezu inexistent. Dies im Gegensatz zu alternativen Anlagen, die von Aufsichtsgremien, ALM-Consultants, und auch von einigen Medien permanent mit Argusaugen überwacht werden und kaum Fehlritte von Entscheidungsträgern erlauben oder verzeihen.

In den Jahren mit negativen Zinsen in der Schweiz eine hohe IG-Anleihenquote (oder gar eine Erhöhung) zu hinterfragen, brachte einem wahrlich keine Lorbeeren ein. Ja selbst der Hinweis auf die einleitend genannten Renditen von Indizes für alternative Anlagen fehlt in den meisten Studien und Artikeln. Daher blieb wohl auch die strategisch motivierte Verlängerung der Duration der IG-Anleihen-Allokation bei institutionellen Anlegern im Umfeld historisch rekordtiefer Zinsen weitestgehend unkommentiert und für viele Stiftungsrats-Mitglieder wohl einfach unbekannt. Und die seltene Kritik wurde entweder der Harmonie zuliebe direkt im Keim erstickt oder aber prallte an den Verfassern von ALM-Studien ab wie Wasser und Schmutz an Teflon. Aktive Manager, die sich für jeden Franken an Kosten und für jeden verpassten relativen Basispunkt rechtfertigen müssen, können sich solch nachsichtigen Umgang mit erzielten Renditen und dahinterstehenden Anlageentscheidungen wohl nicht mal in ihren kühnsten Träumen ausmalen.

### Asset Liability - «Matching» oder «Management»?

Obige Gedanken führen uns auf der Suche nach der Etablierung von IG-(Staats)-Anleihen als sicherer Hafen unweigerlich in die Welt der Asset-Liability-Studien. Das gängige Argument unzähliger ALM-Studien lautet, dass nur IG-(Staats)-Anleihen geeignet wären, die Duration der Verpflichtungen einer Versicherung oder PK gut abzubilden. Deshalb können auch nur solche Anleihen

den sicheren Hafen darstellen, weil man eben die Verpflichtungsseite berücksichtigen muss. Diese Sichtweise erklärt im Weiteren, weshalb die Rolle von IG-Anleihen als der einzige sichere Hafen in der Vergangenheit auch bei vielen Anlegern nicht stärker hinterfragt wurde, denn gemäss den durchgeführten ALM-Studien gab es ja gar keine Alternative zu diesen heissgeliebten IG-Anleihen. Und schon gar nicht, wenn nicht nur der gewählte ALM-Consultant, sondern auch die zuständige lokale BVG-Aufsicht diese Ansicht vertreten. Dass viele institutionelle Investoren einen möglichen Konflikt mit der Aufsicht vermeiden möchten, ist doch bestens nachvollziehbar.

Selbstverständlich gibt es keinen Zweifel daran, dass Pensionskassen sorgfältige ALM-Studien durchführen sollten. In unseren Augen liegt der Hauptzweck einer ALM-Studie für eine PK aber nicht im Abgleich (man nennt es «Matching») der Duration von Anlagen mit den Verpflichtungen, sondern auf der Interessenwahrung aller Versicherten, und zwar sowohl der Aktiven als auch der Rentner. Renten mit höchster Zuverlässigkeit zu bedienen, ohne die Beiträge der aktiven Generation zu stark zu strapazieren – also zu «managen» – erscheint uns persönlich wichtiger als die Durationen von IG-Anleihen und Verpflichtungen zu «matchen».

Deshalb stellen wir uns auf den Standpunkt, dass das Umfeld mit negativen Zinsen eine historisch einzigartige Chance darstellte, die Verpflichtungen renditemässig zu übertreffen. Beispielsweise durch die Integration von variabel verzinsten Kreditanlagen wie Loans, CLOs oder Hypotheken anstelle bzw. als Ergänzung zu den IG-Anleihen mit langer Duration. Die relativ hohe Streuung in den Renditen von Schweizer PKs über die letzten Jahre (siehe z.B. Swisscanto Studie) beweist für uns eindrücklich, dass diese Chance teilweise auch genutzt wurde. Aber eben nur teilweise.

### Duration von Aktien und Immobilien?

Wir erlauben uns an der Stelle auch die Frage, wie man als Pensionskasse oder Versicherung die Duration von anderen Anlageklassen wie Aktien, Immobilien oder Infrastruktur betrachten möchte. Akademisch hat sich bisher für die Berechnung der Duration von Aktien noch kein Modell integral durchgesetzt. Gemäss Wikipedia könnte man die Dividenden anstelle der Coupons von Anleihen betrachten und berechnen, wie lange diese Dividenden ausbezahlt werden müssten, um die aktuelle Bewertung einer Aktie oder des gesamten Aktienmarkts zu erreichen. Metastudien dazu führen Werte von 20–30 Jahren auf. Gewisse Modelle kommen zu etwas kürzeren Ergebnissen. Analog sollte man in unseren Augen auch die Duration von Immobilien und Infrastruktur herleiten und schätzen. Man landet wohl

ebenfalls bei rund 15–25 Jahren ja nach Kaufpreis und Ausschüttungspolitik bzw. den Mieteinnahmen und den Infrastruktur-Einnahmen.

Zentral ist für uns somit die Feststellung, dass bereits ein Portfolio mit Aktien und Realwerten wie Immobilien und Infrastruktur eine lange Duration aufweist. IG-Anleihen sind also nicht die einzige investierbare Anlageklasse, die dazu dienen kann, die Duration den Verpflichtungen abzubilden. Aus der Perspektive wäre es schon sinnvoll gewesen, variabel verzinsten Anlagen und diversifizierende Anlageklassen und Strategien zumindest als Beimischung in einer Fixed Income Allokation zu prüfen, anstatt sie kategorisch aus der ALM auszuschliessen.

### Robustere Schiffe statt sichere Häfen

Aufgrund der heutigen Zinslage dürfte der FED-Put in künftigen Krisen wieder besser funktionieren. Zumindest verfügen die Zentralbanken wieder über die Option, die «Wirtschaft» bzw. den Aktienmarkt via Zinssenkungen anzukurbeln und mögliche Verluste auf risikobehafteten Anlagen durch Preissteigerungen auf Anleihen mit langer Duration abzufedern. Uns fehlt der Kompass zur Evaluation, wann und in welcher Intensität es passieren könnte, aber es gibt heute wieder gute Argumente dafür, um in Anleihen mit langer Duration zu investieren.

Diese sollten für uns aber nicht die Rolle des vermeintlich einzigen sicheren Hafens einnehmen, sondern einen von vielen Bausteinen innerhalb eines sinnvoll diversifizierten Portfolios sein. Dieses Portfolio sollte – vergleichbar mit einem Schiff, das sowohl in ruhigen Gewässern als auch bei schwerem Wellengang seinen Kurs halten kann ohne zu Kentern – für alle Szenarien der Zukunft gewappnet sein. Daher stellt die sorgfältige Portfoliodiversifikation per se den sichersten Hafen dar. Und nicht eine einzelne Anlageklasse, deren Erfolg massgeblich von der Politik globaler Zentralbanken gesteuert wird.

Nicht alle Eier in den gleichen Korb zu legen, ist für uns das einleuchtendste Argument für die Streuung von Anlagerisiken. Das Jahr 2022 zeigte eindrücklich, dass viele Eier metaphorisch im gleichen Korb lagen, weil sie im gleichen Marktumfeld mit ansteigender Inflation und den damit verbundenen Zinsanstiegen an Wert verloren. Unsere Erkenntnis aus dieser Erfahrung liegt darin, dass ein Portfolio robuster wird, wenn man Anlageklassen und Strategien beimischt, die nicht oder zumindest weniger stark unter Zinsanstiegen leiden.

Diesen Gedanken möchten wir unseren Lesern auf den Weg ins neue Jahr mitgeben, damit sie in ihren Portfolios besser navigieren können und zukünftige Stürme keine schlaflosen Nächte verursachen.