

Finreon Impulse

14. Ausgabe

Dezember 2024

Impuls von Finreon

The Return of the Bond: Duration als Portfoliopuffer



Impuls von Finreon

The Return of the Bond: Duration als Portfoliopuffer

Die Niedrigzinsphase zwischen 2008 und 2022 hat bei institutionellen Investoren zu einer kontinuierlichen Reduktion der Obligationenquote und der Portfolioduration geführt, um das Zinsrisiko zu minimieren. Jedoch hat Duration in einem diversifizierten Portfolio durchaus eine Daseinsberechtigung als stabilisierender Puffer, um Abschwünge im Aktienmarkt abzufedern. Vor diesem Hintergrund erläutert der Artikel die Rolle der Duration als Schutzmechanismus im Portfolio und erklärt, warum es nach dem jüngsten Anstieg der Zinssätze ratsam ist, den Zinspuffer wieder zu erhöhen.



Autor:

Dominique Gilli
M.A. UZH

Product Specialist



Autor:

Simon Müller
M.A., CFA, CAIA, FRM

Head of Business Development

Niedrigzinsphase und sinkende (implizite und explizite) Duration

Seit der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 haben sich die Zinssätze in grossen Volkswirtschaften – USA, Europa und speziell auch in der Schweiz – auf einem historisch niedrigen Niveau eingependelt. Insbesondere die Phase der Negativzinsen 2014–2022 in der Schweiz hat ihre Spuren in den Anlagestrategien institutioneller Investoren hinterlassen, welche auch mit der lange erwarteten, historisch einmalig raschen Zinswende im Jahr 2022 nicht getilgt wurden. Zuletzt haben (in dieser Reihenfolge) die SNB, die EZB und nun auch die FED mit dem fallenden Inflationsdruck eine Normalisierung der Zinsen vorgenommen.

Globale Zinsentwicklung (31.12.2007 - 30.06.2024)

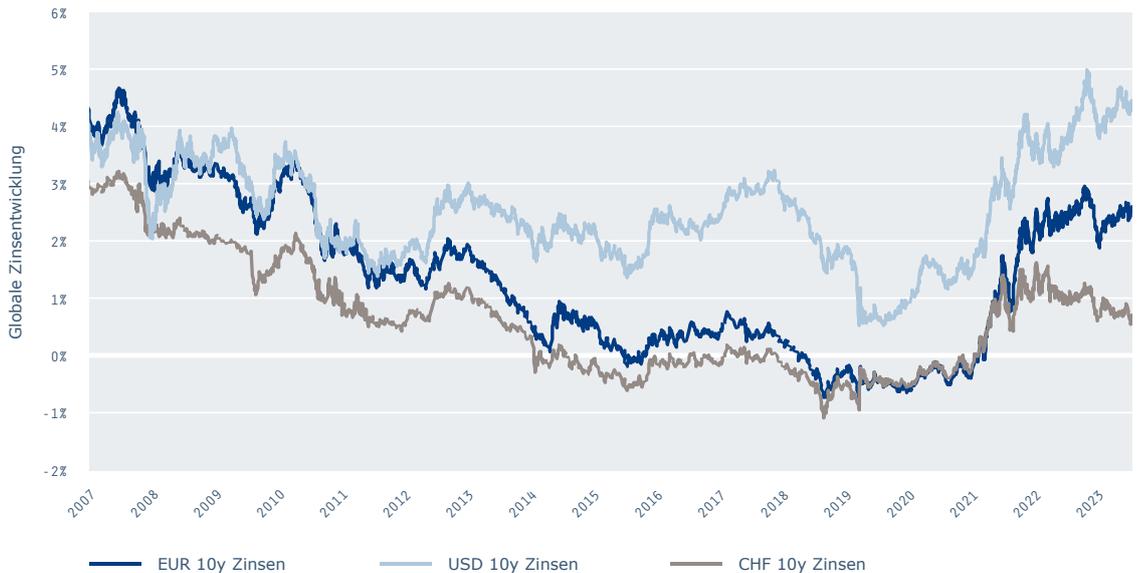


Abbildung 1

Quelle: Finreon Research, Bloomberg

Aufgrund des asymmetrischen Rendite-/Risikoprofils von Obligationen im Niedrigzinsumfeld (bei einer isolierten Betrachtung der Aktivseite) ist es nicht überraschend, dass die Obligationenquote der Schweizer Pensionskassen im Laufe der letzten Dekade im Gleichtakt mit den Zinsen stark gesunken ist.

Veränderung der Obligationenquote von Schweizer Pensionskassen

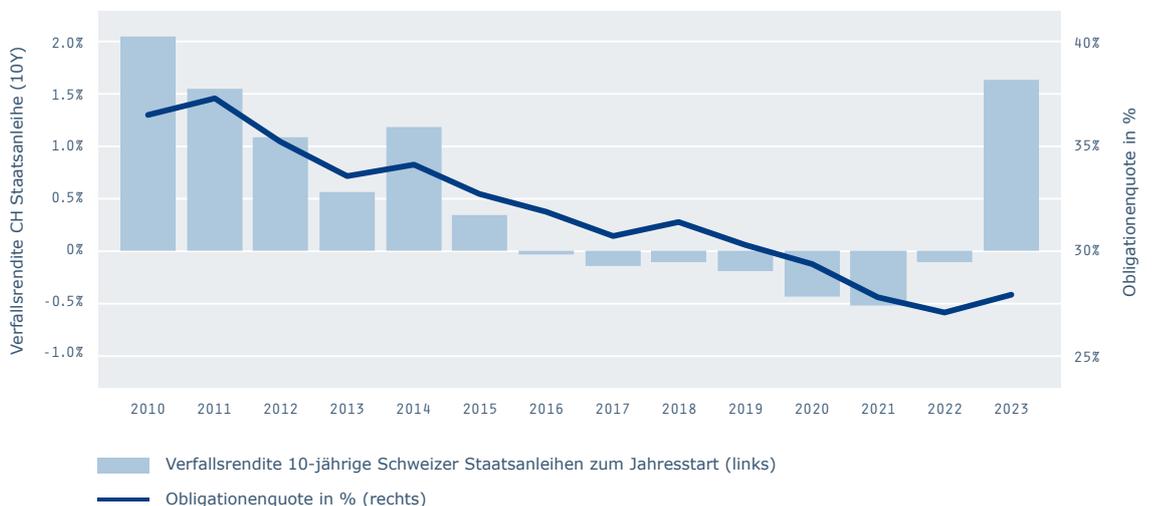


Abbildung 2

Quelle: Finreon Research, BFS, Swisscanto Pensionskassenstudie 2024

Dieses Verhalten ist auch ökonomisch sinnvoll: Vor über zehn Jahren haben wir im Impuls Nr. 1 (‚Wie viel Potential haben Obligationen im nächsten Aktienmarktcrash?’¹) bereits darauf hingewiesen, dass bei anhaltend tiefen Zinsen die Pufferfunktion von Obligationen in einem gemischten Portfolio abnimmt und dadurch Crashes am Aktienmarkt „direkte“ Auswirkungen auf die Renditeentwicklung der Gesamtportfolios haben. Dies hat sich im Jahr 2022 bewahrheitet, als der Inflationsschub und die damit einhergehende Zinswende zu einem historisch negativen Jahr sowohl für Aktien und Obligationen geführt hat, da die Obligationen ihren Zinspuffer ‚aufgebraucht‘ hatten. Institutionelle Investoren haben dabei während des Tiefzinsumfelds die Duration bei Obligationen auf verschiedenen Ebenen stark reduziert:

1. Strategische Reduktion der Obligationenquote innerhalb der SAA
2. Taktische Untergewichtung der Obligationenquote vs. der strategischen Quote
3. Reduktion der Duration innerhalb der Obligationenquote, z.B. durch Benchmark mit tieferer Duration und/oder mehr Kreditexposure

Verschiedene Stellschrauben zur Verkürzung der Duration in der SAA



Abbildung 3
Quelle: Finreon Research.

Im Gegenzug zur Reduktion der Obligationenquote und der Duration haben Investoren im Tiefzinsumfeld besonders die Allokationen zu kredit- und/oder illiquiditätslastigen Anlagen wie High Yield Bonds, Emerging Market Bonds oder Senior Secured Loans etc. erhöht. Erst seit dem Jahr 2023 ist aufgrund der höheren Zinsniveaus wieder eine zaghafte Rückkehr in ‚traditionelle‘ Obligationen als Anlageklasse beobachtbar.

Obligationen: Ein Puffer in Stressphasen

‚Klassische‘ gemischte Portfolios von institutionellen Investoren setzen sich oft aus einem Drittel Aktien, einem Drittel Obligationen und einem Drittel Immobilien zusammen. Diese Faustregel bietet eine ausgewogene Risikoverteilung, wobei Obligationen eine zentrale Rolle als stabilisierender Puffer zukommt, um die Volatilität abzufedern und eine gewisse Planbarkeit in der Renditeentwicklung sicherzustellen.

Ein prägnantes Beispiel für die Pufferfunktion von Obligationen bot die Finanzkrise 2008/2009 (siehe Abbildung 4): Während Aktienmärkte weltweit um bis zu 50% einbrachen, erfuhren Obliga-

¹ Hier gelangen Sie zum Artikel.

tionen durch Zinssenkungen und ihre Safe-Haven Funktion eine Aufwertung um bis zu 20%. Der Zinspuffer konnte somit die Verluste aus den Aktien im Gesamtportfolio teilweise abfedern. Andere Beispiele umfassen die Dotcom-Blase (2000-2002), die Euro-Krise (2011), sowie der Start der Corona-Krise 2020.

Obligationen als Zinspuffer am Beispiel verschiedener Krisen

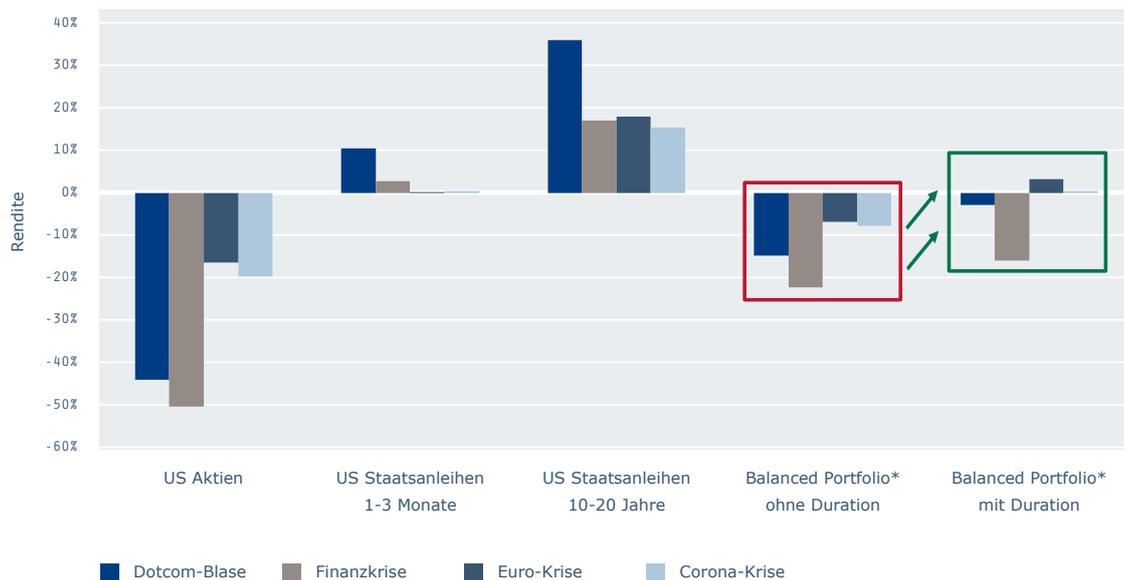


Abbildung 4
 *Balanced Portfolio = 40% Aktien + 60% Staatsanleihen.
 Quelle: Finreon Research, Bloomberg.

Jetzt Obligationen und Zinspuffer wiederaufbauen

Nach über 15 Jahren mit immensen Kursgewinnen am Aktienmarkt (ca. 12% p.a. in USD) und den nach der Zinswende inzwischen deutlich höheren Zinssätzen erscheint es sinnvoll, über den erneuten Aufbau von Duration als Zinspuffer im Portfolio nachzudenken. Während Aktien in den vergangenen Jahren aussergewöhnlich hohe Renditen lieferten, steigt das Risiko einer Überhitzung und damit einer starken Korrektur. Eine Umschichtung in sichere Anlagen wird daher zunehmend relevant. Obligationen bieten in diesem Umfeld eine wertvolle Risikoprämie und versprechen insbesondere in volatilen Phasen konstante Erträge, die das Portfolio stabilisieren.

Wiedereinstieg in Obligationen mit Finreon Fixed Income Risk Control®

Seit über 10 Jahren misst der Finreon Interest Rate Indikator live und auf täglicher Basis das Zinsänderungsrisiko am Obligationenmarkt für USD-, EUR- sowie CHF-Zinsen. Das Zinsrisiko wird dabei in einer Risikoampel entweder als hohes Risiko (rot), mittleres Risiko (gelb) oder niedriges Risiko (grün) dargestellt. Basierend auf der Risikoampel wird die Duration eines Obligationenportfolios im Vergleich zu der Duration der Benchmark verkürzt (bei rot) bzw. verlängert (bei grün).

Finreon Zinsrisikomessung

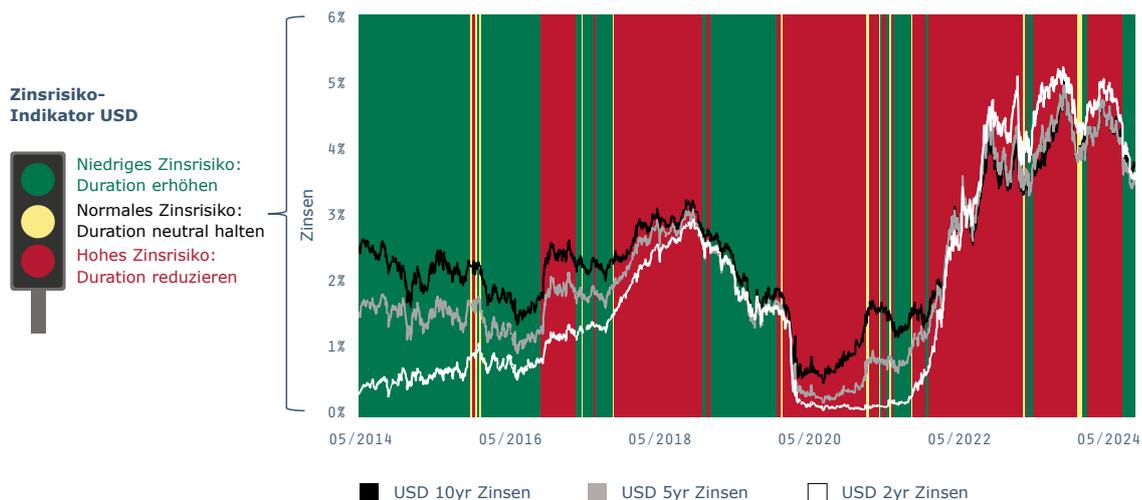


Abbildung 5

Finreon Zinsrisikomessung USD vs. 10yr, 5yr und 2yr USD-Zinsen.
Quelle: Finreon Research. Zeitraum: Live-Phase 30.04.2014 bis 30.09.2024

Wie die Abbildung 5 zeigt, hat die Messung sehr zuverlässig sowohl Phasen tiefer Zinsrisiken («Grün» = verlängerte Duration) wie z.B. in der Coronakrise 2020 als auch Phasen hoher Zinsrisiken («Rot» = verkürzte Duration) wie z.B. in der Zinswende 2022/23 messen können. Dieses Risikomanagement der Duration wird dabei systematisch und mit passiven Instrumenten in Mandaten und zwei institutionellen Obligationenfunds umgesetzt, wobei in Kombination mit einer Steuerung des Kreditrisikos dadurch über die letzten 10 Jahre eine kumulierte Outperformance von 23,5% erzielt werden konnte.

Finreon Fixed Income Risk Control® USD Aggregate Performance



Abbildung 6

Daten von 30.04.2014 – 30.09.2024. Finreon Fixed Income Risk Control DH-Klasse ab 11/2018, zuvor Live-Signale in Mandaten.
Quelle: Bloomberg, Finreon Research

Die Finreon Fixed Income Risk Control® Lösungen erlauben es Investoren, wieder ‚normale‘ (=Investment Grade) Obligationen im Portfolio aufzustocken: Durch den Aufbau von Zinspuffer in ruhigen Zeiten wird die Resilienz des Portfolios gegen zukünftige Turbulenzen verstärkt. Durch eine Allokation in die Finreon Fixed Income Risk Control® Bausteine erfolgt dabei nicht nur ein Wiedereinstieg in Investment Grade Obligationen als Anlageklasse, sondern ermöglicht auch einen risikokontrollierten Aufbau des Zinspuffer, wobei die Duration erst dann verlängert wird, wenn die objektiv gemessenen Zinsrisiken am Markt dies auch erlauben.

Schlussfolgerungen

- In der Niedrigzinsphase haben institutionelle Investoren die Obligationenquote und dadurch ihre Portfolioduration systematisch reduziert
- Das höhere Zinsniveau bietet jetzt die wertvolle Gelegenheit, Obligationen (wieder) als stabilisierenden Risikopuffer für Krisenzeiten im Portfolio aufzubauen
- Der Finreon Fixed Income Risk Indikator misst seit 10 Jahren sehr erfolgreich das Zinsrisiko und erlaubt eine Steuerung (Verlängerung/Verkürzung) der Duration
- Die Finreon Fixed Income Risk Control® Lösungen erlauben dadurch einen risiko-kontrollierten Aufbau von Obligationen und den (Wiedereinstieg) in Duration als Risikoprämie und Portfoliopuffer