

BOND-STRATEGIEN:

DIVERSIFIZIERT UND MIT FREIHEITSGRADEN

ANDREA BENESCH

Die Erfahrungen aus dem Jahr 2022 rechtfertigen eine kritische Prüfung von passiven Bond-Strategien. Globale Bond-Portfolios ohne Index-gebundene Leitlinien zu konstruieren und attraktive – aus unserer Sicht zwingende – Freiheitsgrade aktiv zu nutzen, eröffnet Chancen.

Die Bond-Strategien der Pilatus Partners AG sind allesamt global ausgerichtet, wobei der Basisteil in der jeweiligen Referenzwährung angelegt wird. CIO Sigi Böttinger verfügt über fast 30 Jahre Erfahrung im Management von Fixed-Income Portfolios. Die drei globalen Bond-Strategien des Unternehmens sind grösstenteils in Unternehmensanleihen der Kategorie Investment Grade investiert und frei von Index-Vorgaben.

Sie sind der Gegensatz von passiven Strategien, die auf breit gefassten Indizes basieren und unseres Erachtens offensichtliche Nachteile aufweisen. Dazu gehören oft lange Durationen, welche die Portfolio-Volatilität erheblich beeinflussen.

Insbesondere im vergangenen Niedrigzinsumfeld haben Unternehmen bei ihrer Refinanzierung vermehrt auf längere Laufzeiten gesetzt, was die Index-Durationen zu einem ungünstigen Zeitpunkt noch zusätzlich verlängert hat. Ferner können stark verschuldete Unternehmen mit hohen Emissionsvolumina in einem Index überproportional vertreten sein, was zu unerwünschten Konzentrationsrisiken führt. Auf Grund der Indexkomposition weisen gewisse Sektoren überdies eine höhere Gewichtung auf als erwünscht – mit dem gleichen Resultat. Diese Nachteile umgehen wir bei Pilatus Partners gezielt mit unserer aktiven Investment-Strategie. Dabei nutzen wir Freiheitsgrade aus und sind überzeugt, dass es sich lohnt, das Index-geleitete Denken im Kontext von Bond-Strategien zu hinterfragen.

Bond-Anteil – die Volatilität tief halten

Unsere Strategie basiert auf zwei entscheidenden Pfeilern: Auf der einen Seite steht eine moderate Duration im Zentrum. Wir steuern die Duration aktiv. Über die letzten zehn Jahre – also seit dem Bestehen

der drei Pilatus Bond Funds – war sie nie länger als 4.3 Jahre, oft sogar deutlich kürzer. Auf der anderen Seite ist es ebenso wichtig, das Kreditrisiko und damit die Volatilitätskomponente (Duration Times Spread) durch die Bewegungen der Credit Spreads im Griff zu behalten. Daher ist die Gewährleistung eines kapitalgewichteten Durchschnitts-Ratings mindestens im Single-A-Bereich der zweite bedeutende Pfeiler unserer Strategie. In Verbindung mit einer hohen Diversifikation ist dies darüber hinaus ein äusserst effektives Mittel zur Minimierung der Ausfallrisiken.

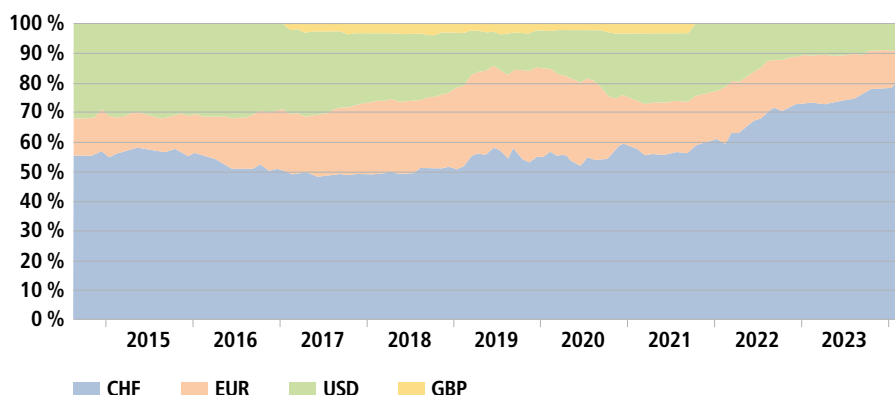
Fremdwährungs-Obligationen – unbedingt, aber nur abgesichert

Mit dem Einsatz von Obligationen in Fremdwährungen (nur Hartwährungen) nutzen wir einen Freiheitsgrad, der beim index-basierten Ansatz unnötigerweise völlig ausser Acht gelassen wird, oder aber mit der strategischen Allokation «Obligationen Fremdwährungen» zu starr verankert ist und dabei womöglich nicht einmal abgesichert wird. Nicht abgesicherte Währungsrisiken verfälschen die Charak-

teristik eines Bond-Portfolios vollständig, was unbedingt zu vermeiden ist.

Doch worin liegt die Attraktivität bei Fremdwährungs-Obligationen? Sie bieten Zugang zu einem breiteren Anlage-Universum als dies etwa der CHF-Markt ist. Man kann in Länder und Sektoren investieren, wo der Zugang in der Referenzwährung fehlt und damit eine Sektoren- und Länderallokation erreichen, wie es dem «Grüne Wiese»-Ansatz entspricht. Dabei ist natürlich die Wirtschaftlichkeit sicherzustellen, was bedeutet, dass die Verfallrenditen nach Abzug der Absicherungskosten (die erheblich sein können) gegenüber denjenigen in der Referenzwährung attraktiv sind. Das Management dieser Sub-Portfolios in Fremdwährungen erfordert somit einen hohen Aktivitätsgrad. Über die Jahre hat Pilatus Partners feststellen können, dass der permanente Fokus auf die Wirtschaftlichkeit dieser Sub-Portfolios einen entscheidenden Vorteil gegenüber einer strategisch statischen Allokation «Obligationen Fremdwährungen» bietet. Der Fremdwährungsanteil in unserem auf Schweizer Franken ausgerichteten Fonds («Pilatus Invest Income CHF») wurde über die letzten zehn Jahre genau aus diesem Grund mit Band-

Fremdwährungsallokation Pilatus Invest Income CHF Abgesichert gegenüber CHF



breiten zwischen 16 % und 51 % gewichtet (siehe Grafik).

Warum Schwellenland nicht gleich Schwellenland ist

Wir ziehen bei der Länderklassifizierung nicht den weit verbreiteten Ansatz nach MSCI mit «Developed Countries» und «Emerging Markets» heran, sondern das Klassifizierungssystem der Weltbank. Dieses teilt Länder basierend auf ihrem Pro-Kopf-Bruttonationaleinkommen (BNE) in vier Kategorien ein: High, Middle (upper und lower) und Low

Income. Die Kennzahl spiegelt sowohl den durchschnittlichen wirtschaftlichen Wohlstand einer Bevölkerung als auch ihre Fähigkeit wider, internationale Finanztransaktionen zu tätigen. Es ist somit ein Mass für die Kreditwürdigkeit eines Landes, was letztlich für uns als Bond-Investoren entscheidend ist.

Dem gegenüber klassifiziert MSCI einige Länder als Schwellenländer, welche die Weltbank als High-Income-Länder einstuft (etwa Chile). Staatsnahe Schuldner solcher Länder bieten attraktive Möglichkeiten für einen Yield-Pick-up bei vertretbaren Risiken gegenüber den Peers aus den «Developed Markets». Dabei tragen Emittenten solcher Länder insgesamt zu einer Rating-Verbesserung des Gesamt-Portfolios bei.

FIRMENPORTRAIT

Über Pilatus Partners AG

Das Unternehmen ist eine auf das aktive Management von festverzinslichen Anlagen spezialisierte inhabergeführte Finanz-Boutique mit Sitz in Zürich. Neben massgeschneiderten Individualmandaten werden globale Bond-Strategien in CHF, EUR und USD in drei individuell verwalteten Schweizer Effektenfonds angeboten. Zur Überwachung der Risiken tragen mitunter auch unabhängige und ausgewiesene Drittgeseilschaften bei – darunter die LLB Swiss Investment AG, welche in jahrelanger Kooperation als Fondsleitung fungiert. www.pilatuspartners.ch

Über LLB Swiss Investment AG

Die LLB Swiss Investment AG mit Sitz in Zürich bietet als Schweizer Fondsleitung seit über 25 Jahren Private-Label-Fondslösungen an. Die Vertretung von ausländischen Fonds in der Schweiz rundet das Dienstleistungs-Portfolio ab. Innerhalb des Fonds Powerhouse der LLB-Gruppe repräsentiert die LLB Swiss Investment AG als Tochtergesellschaft der Liechtensteinischen Landesbank AG die Fonds-kompetenz in der Schweiz. www.llbswiss.ch

Andrea Benesch

Leiter Portfolio-
management,
Pilatus Partners
AG, Zürich.

