

SCHWEIZER CORPORATE BONDS

EIN MAUERBLÜMCHEN VERDIENT AUFMERKSAMKEIT

RALPH HÜPPIN

Unternehmensanleihen sind beliebt. Sie überzeugen gegenüber Staatsanleihen mit höheren Renditen bei tieferer Zins sensitivität. Corporate Bonds in CHF fristen hingegen noch ein Schattendasein in der Swiss Bond Index-Familie. Zu Unrecht, wie wir finden.

Unternehmensanleihen erfreuen sich seit längerem zunehmender Beliebtheit. Globale Indizes für Staatsanleihen zeichnen sich aktuell durch tiefe Renditen und eine hohe Zinssensitivität aus. Grund dafür ist die nun seit über zehn Jahren anhaltende expansive globale Geldpolitik. Im Bereich der Corporate Bonds können zusätzliche Kreditrisikoprämien abgeschöpft werden, zudem sind die durchschnittlichen Laufzeiten bedeutend tiefer.

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass Corporate Bonds stabile Mehrerträge über den gesamten Konjunkturzyklus hinweg erzielen können. Sogar in Rezessionsphasen konnten positive Erträge erwirtschaftet werden, was zeigt, dass die Zusatzerträge weniger

vom Konjunkturzyklus abhängen. Dies macht durchaus Sinn, da Unternehmen in schwierigeren Zeiten die Verschuldung eher herunterfahren, während Staaten oft gezwungen sind, mehr Geld auszugeben, um die Wirtschaft zu stützen.

Erhöhte Emissionstätigkeit von Schweizer Unternehmen

In den letzten Jahren hat sich der Schweizer Obligationenmarkt markant verändert. Im Anschluss an die Finanzkrise und dem nachfolgenden massiven Eingreifen der Zentralbanken begaben viel weniger ausländische Emittenten Bonds in CHF. Für Firmen aus Europa war insbesondere die EZB

ausschlaggebend, welche so viele Obligationen auf dem Markt kaufte, dass die Kredit-Spreads in den EU-Ländern sehr eng wurden.

Somit war es für die Unternehmen günstiger, in EUR statt CHF zu emittieren.

Ein gegenteiliger Effekt war in der Schweiz zu beobachten. Durch die strengere Regulation der kreditgebenden Banken und die tiefen Zinsen war es für Schweizer Unternehmen attraktiver, direkt an den Kapitalmarkt zu gelangen, als bei den Banken Geld aufzunehmen. So erreichte das Segment der inländischen Schuldner ein immer grösseres Gewicht am Gesamtindex.

Das CHF Corporate Universum bietet Chancen

In der Schweiz orientiert sich der Bondanleger typischerweise am SBI® AAA-BBB Total Return, dem Index auf den gesamten Schweizer Anleihenmarkt im Investment-Grade-Segment (Rating AAA-BBB). Dieser enthält nur knapp 20% Staatsanleihen der Eidgenossenschaft. Corporate Bonds machen jedoch nur einen kleinen Teil des Indexes aus. Die meisten Fonds orientieren sich an diesem Gesamtindex oder den zwei Hauptsegmenten Ausland- bzw. Inlandschuldner.

Seit 2011 gibt es einen Corporate Bonds Index in der SBI-



Familie. Dieser führte bisher ein Mauerblümchendasein. Es gibt kaum ein Anlagegefäss, welches dem Investor erlaubt, gezielt in dieses Segment zu investieren. Braucht es diesen Index nicht? Wir sind ganz klar anderer Meinung. Das Corporate Bond-Universum in CHF hat Chancen. Der Index bietet eine bessere Diversifikation als der Index für das Auslandschuldner-Segment (vgl. dazu auch Abbildung rechts). Er enthält etwas mehr Emittenten, aber keine Indexschwergewichte, die das Risiko erhöhen würden.

Wären globale Corporate Bonds nicht besser geeignet? Diese bieten vor allem Diversifikation, denn das Universum ist ungleich grösser. Es gibt aber auch Nachteile für die Investition aus Perspektive eines Schweizer Anlegers: Haupttreiber der Volatilität in einem globalen Kontext sind Währungsrisiken.

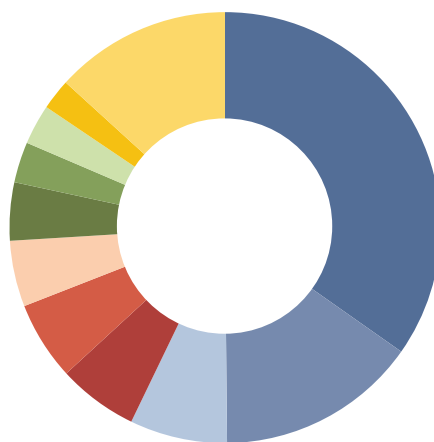
Die Entwicklung eines nicht-abgesicherten Portfolios wird nicht in erster Linie durch die Performance der Bonds, sondern durch die Währungen bestimmt. Für die meisten Investoren ist dies jedoch nicht das Ziel. Natürlich bieten die meisten Fonds eine in CHF abgesicherte Tranche an. Dieses Hedging ist jedoch je nach Marktsituation sehr teuer. Zurzeit beträgt die Absicherung des USD in CHF rund 3.3% pro Jahr. Dazu kommen die Transaktionskosten der Absicherung. Die ausgewiesene höhere Rendite auf Verfall muss um diese Kosten reduziert werden.

Corporate Bonds in CHF bieten den Zugang zu inländischen Schuldner, die selten oder gar nicht am internationalen Markt auftreten. Die strengen Schweizer Rechnungsvorschriften und die bessere Visibilität der Unternehmen lassen eine genauere Analyse der Unternehmen zu. Mit erfahrenen Portfoliomanagern, einem ausgewiesenen Research-Spezialisten für Schweizer Obligationen und einer guten Vernetzung hat Swisssanto Invest by Zürcher Kantonalbank die Voraussetzungen, um erfolgreich entsprechende Bonds verwalten zu können.

Ertragschancen des Segments nutzen

Die Strategie für Unternehmensanleihen in CHF basiert auf dem erfolgreichen Re-

Kennzahlen SBI Corporate



Quelle: Bloomberg, SIX Swiss Exchange AG (Zahlen per Mai 2018)

search für internationale Anleihen und eigenen Primär-Analysen von Schweizer Unternehmen. Das Research der Zürcher Kantonalbank deckt fast alle Schweizer Schuldner ab, welche am hiesigen Kapitalmarkt emittieren. Es handelt sich um das grösste der Schweiz. Kreditausfälle sollen durch eine sorgfältige Emittenten- und Titelauswahl verhindert werden. Im Primärmarkt gehört die Zürcher Kantonalbank zu den grössten Lead-Managern für Schweizer Unternehmen und der Anteil am Sekundärmarkt ist ebenfalls führend. Diese Liquidität hilft auch in volatileren Zeiten handlungsfähig zu bleiben. Ausserdem kann im CHF-Bondmarkt immer wieder von Preisverzerrungen profitiert werden. So wie beispielsweise im Moment mit den teuren EUR-Corporates, welche in CHF einen höheren Spread zahlen. Ein anderes Beispiel sind Bonds von Unternehmen mit einem Rating «Non-Investment-Grade». Diese werden aufgrund von Anlagerestriktionen gemieden und bei einer Rating-Herabstufung von den Indexfonds verkauft, was zu einem übertriebenen Preisdruck führt. So entstehen Opportunitäten, welche wir ausnützen, um einen Mehrwert zu generieren.

Die Corporate Bond Funds der Swisssanto Invest by Zürcher Kantonalbank haben einen langen Performance-Ausweis. Auch der neu positionierte Bond Fund Corporates

| | |
|---------------------------|--------------|
| Marktkapitalisierung | 119 Mrd. CHF |
| Anteil am SBI® AAA-BBB TR | 26.4% |
| Rating-Aufteilung | |
| AAA | 0.0% |
| AA | 15.2% |
| A | 44.5% |
| BBB | 40.3% |
| Anzahl Bonds | 500 |
| Anzahl Emittenten | 192 |

| | |
|----------------------|-----------------|
| Banken | Versicherungen |
| Versorger | Bau |
| Finanzgesellschaften | Zyklische Werte |
| Telekom | Maschinenbau |
| Energie | Übrige |
| Verbrauchs-güter | |

CHF hat implizit eine sehr lange Tradition im Unternehmensanleihen-Segment, denn über 60% des Vermögens war bisher schon in dieser Kategorie investiert. Der Fonds richtet sich neu gänzlich auf das Corporate Bond-Universum aus. Die Ertragschancen in einem Umfeld mit sehr tiefen und nun steigenden Zinsen sind hier am besten. Die kurze Duration von etwa 5 Jahren reduziert das Zinsrisiko verglichen mit dem Gesamtindex (Duration 7.5) deutlich. Die Rendite auf Verfall ist dabei dennoch höher. Das durchschnittliche Rating ist mit A- deutlich tiefer als dasjenige des Gesamtmarktes. Wenn man die kürzere Laufzeit berücksichtigt, sind die Ausfallwahrscheinlichkeiten jedoch nur geringfügig höher.

Ralph Hüppin

Portfoliomanager Fixed Income, Swisssanto Invest by Zürcher Kantonalbank, Zürich.

