

Staatsanleihen im institutionellen Portfolio

Selektiv statt breit

Die Verschuldung zahlreicher Staaten nimmt zu. Gleichzeitig steigt im Zuge der Deglobalisierung das Inflationspotenzial. Dadurch geraten Anlagen in Staatsanleihen stärker in den Fokus der Investoren.

Autor: **Philipp Luginbühl**

Die Pensionskasse des Bundes Publica hält Staatsanleihen aus Industrieländern aus zwei Hauptgründen: Sie bieten hohe Liquidität und Sicherheit. Der Aspekt der Liquidität gewinnt in Phasen von Verwerfungen an den Finanzmärkten an Bedeutung, wenn Mittel für ein Rebalancing des Aktienanteils benötigt werden. In solchen Situationen ist es wertvoll, über Vermögenswerte zu verfügen, die sich kurzfristig und ohne hohe Transaktionskosten in Liquidität umwandeln lassen.



Zwischen dem Ausmass der Korruption und der Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts besteht ein enger Zusammenhang.

Gleichzeitig bieten Staatsanleihen ein hohes Mass an Sicherheit, sofern ihre Auswahl nach strengen Kriterien erfolgt. In Börsenkrisen weisen sie in der Regel ein erhebliches Diversifikationspotenzial auf und tragen dazu bei, das Portfolio vor hohen Verlusten zu schützen. Eine Ausnahme bildete allerdings das Jahr 2022: Aufgrund der stark steigenden Inflation verzeichneten sowohl Aktien als auch Anleihen deutliche Verluste.

Eine weitere Funktion von Staatsanleihen besteht in ihrer Verwendung als Collateral, beispielsweise zur Besicherung von Kontrakten im Rahmen der Währungsabsicherung.

Auswahl der Länder

Publica investiert in Industrieländern neben der Schweiz in Staatsanleihen von acht Län-

dern: den USA, Deutschland, Frankreich, den Niederlanden, dem Vereinigten Königreich, Australien, Kanada und Schweden.

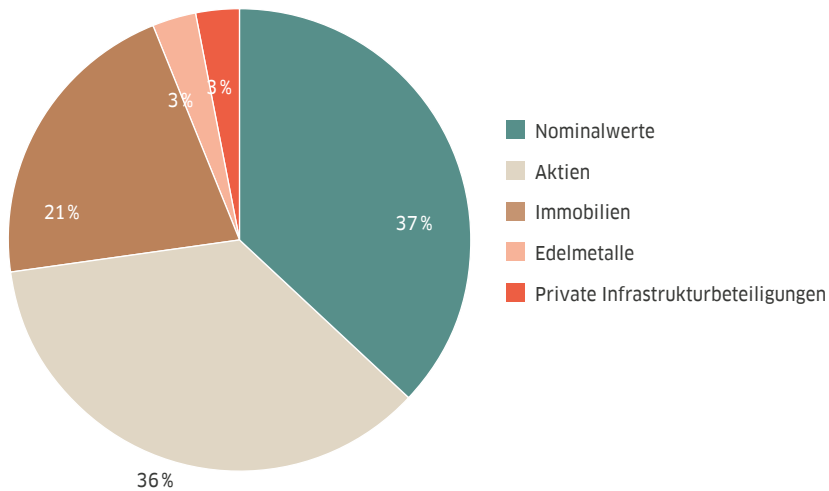
Bereits vor zehn Jahren, als die heutige Länderallokation evaluiert wurde, orientierte sich Publica bewusst nicht an einem breiten Staatsanleihenindex, sondern traf eine gezielte Auswahl einzelner Länder. In die Beurteilung flossen Kriterien wie die Staatsverschuldung in Prozent des Bruttoinlandprodukts, das Budgetdefizit, die Wettbewerbsfähigkeit sowie die politische Stabilität ein. Zudem wurde berücksichtigt, welcher Anteil der Staatsschulden von ausländischen Gläubigern gehalten wird, da dieser Anteil im Krisenfall von Bedeutung sein kann.

Bereits damals wurden auch Nachhaltigkeitsaspekte in die Analyse einbezogen. So wurde unter anderem das Ausmass der Korruption untersucht. Empirische Studien zeigen, dass Korruption für die Erklärung von Kreditrisiken von grosser Bedeutung ist. Zwischen dem Ausmass der Korruption und der Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts besteht ein enger Zusammenhang. Ein weiterer Aspekt der Länderselektion ist die Rückforderbarkeit von Quellen- und Verrechnungssteuer. Können Steuern nicht zurückgefordert werden, mindert dies die Performance.

Als Massstäbe für die Liquidität untersuchten wir unter anderem die Geld-Brief-Spannen der ausstehenden Anleihen sowie die Marktkapitalisierung. Eine tiefe Geld-Brief-Spanne gilt als Indiz für eine hohe Marktliquidität und führt zu

Die Anlagestrategie von Publica

Anlagestrategie für die offenen Vorsorgewerke (Quelle: Publica)



geringeren Transaktionskosten. Eine hohe Marktkapitalisierung wiederum deutet darauf hin, dass sich im Bedarfsfall auch grössere Volumen innert kurzer Zeit handeln lassen.

Ein weiterer wichtiger Aspekt ist der Emissionsrhythmus. Publica erwirbt neue Anleihen in der Regel direkt bei Emissionen, wodurch sich die Stempelabgabe vermeiden lässt. Vorteilhaft ist daher, wenn ein Staat regelmässig neue Anleihen emittiert oder bestehende Anleihen aufstockt.

Aspekte der Umsetzung

Die Umsetzung der Quote in Staatsanleihen erfolgt durch den direkten Erwerb von Staatsanleihen aus den entsprechenden Ländern. Ergänzend werden zeitweise Futures eingesetzt, die eine Feinsteuerung der Duration ermöglichen. Beispielsweise kann gegen Monatsende eine Verlängerung der Duration relativ zur Benchmark kostengünstig über den Einsatz von Futures abgebildet werden. Im weiteren Monatsverlauf kann anschliessend eine Anleihe aus einer Emission erworben und im Gegenzug die entsprechende Futures-Position wieder aufgelöst werden.

Die Umsetzung orientiert sich eng an der Benchmark. Die Erfahrung zeigt, dass sich positive und negative Beiträge aus Durationspositionierungen über die Zeit

weitgehend ausgleichen oder negativ ausfallen. Gleiches gilt für Abweichungen in der Kurvenpositionierung. Da Anleihen bereits vor ihrer Endfälligkeit aus dem Index herausfallen, während Publica diese aus Kostengründen im Portfolio behält, ergeben sich dennoch strukturelle Abweichungen zur Benchmark.

Tendenziell führt dies zu einer leicht ausgeprägten sogenannten Barbell-Strategie.¹ In einem Umfeld sich versteilender Zinskurven kann dies zu einer Underperformance führen, in einem Umfeld flacher werdender Zinskurven entsprechend zu einer Outperformance. Über längere Zeiträume gleichen sich diese Effekte jedoch in der Regel weitgehend aus.

Bei Ländern mit wenigen ausstehenden Staatsanleihen, etwa Schweden, führt das Ausscheiden einer einzelnen Anleihe aus dem Index zu einem abrupten, starken Anstieg der Benchmark-Duration. Passive Investoren wären in einem solchen Fall gezwungen, genau zu diesem Zeitpunkt lang laufende Anleihen zu kaufen und kürzer laufende zu verkaufen, was mit erheblichen Transaktionskosten verbunden sein kann.

¹ Bei einer Barbell-Strategie liegt der Schwerpunkt auf kurz- und langfristigen Anleihen; mittlere Laufzeiten erhalten ein geringeres Gewicht.

TAKE AWAYS

- Staatsanleihen erfüllen im Portfolio zentrale Funktionen: Liquidität, Sicherheit, Diversifikation und Verwendung als Collateral.
- Publica setzt nicht auf einen breiten Staatsanleihenindex, sondern auf eine gezielte Länderauswahl, beurteilt nach Verschuldung, Budgetdefizit, Wettbewerbsfähigkeit, politischer Stabilität, Nachhaltigkeit, Steuern und Liquidität.
- Die Umsetzung erfolgt benchmarknah, aber mit Anpassungen zur Senkung von Transaktionskosten, etwa durch direkte Emissionserwerbe, den Einsatz von Futures und eine Benchmark mit konstanter Duration.

Publica begegnet dieser Problematik, indem sie eine Benchmark mit konstanter Duration verwendet. Am Monatsende werden dabei die Gewichte zweier Laufzeit-Buckets (1 bis 10 Jahre sowie 10+ Jahre) neu kalibriert, so dass die Duration der Benchmark stabil bleibt. Diese Vorgehensweise ist mit einem höheren administrativen Aufwand verbunden, führt jedoch insgesamt zu tieferen Transaktionskosten.

Wechselkursrisiken

Der grösste Teil des Risikos von Staatsanleihen im Gesamtportfoliokontext resultiert aus den Wechselkursfluktuationen. Währungsrisiken werden von den Märkten jedoch nicht kompensiert. Aus diesem Grund sichert Publica die Fremdwährungspositionen von Staatsanleihen vollständig gegenüber dem Schweizer Franken ab. Dadurch wird es möglich, Risiken gezielt dort einzugehen, wo sie entsprechend entschädigt werden.

Ausblick

Im Rahmen der diesjährigen ALM-Studie hat Publica beschlossen, die Nominalwerte zu reduzieren und den Anteil der Realwerte zu erhöhen. In der Folge wird die Quote der Staatsanleihen aus Industrieländern deutlich sinken.

Derzeit wird anhand der aufgezeigten Kriterien analysiert, welche Portfolios beibehalten und welche reduziert werden sollen. Erste Ergebnisse deuten darauf hin, dass insbesondere Staatsanleihen der USA, Deutschlands und der Niederlande die Anforderungen an Liquidität und Sicherheit am besten erfüllen. **I**



Philipp Luginbühl

Senior Portfoliomanager Fixed Income
Pensionskasse des Bundes Publica