

Kommentar von **Thomas Hauser**, Dr. rer. pol., Partner bei Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG

2014 Segen – 2015 Regen?

2014 war ein gutes Jahr. Für Indexierer war es ein besonders gutes. Weshalb? Wer passiv einer Benchmark folgte, ist – vermutlich oft unbewusst – massive Wetten eingegangen, die sich alleamt ausbezahlt haben. Dies gilt für Aktien wie für Obligationen gleichermaßen.

Klumpenrisiken, wohin man schaut

Werfen wir zuerst einen Blick auf die Aktien. Wurde das Portfeuille wirklich indexiert angelegt, beispielsweise anhand des MSCI World All Countries Index, so trug man eine Rendite von 17.1 Prozent in Schweizer Franken davon. Dafür verantwortlich ist der hohe Anteil der USA, die mehr als die Hälfte des Index stellen und eine Rendite von 26.7 Prozent in Franken ausweisen konnten. Der Weltindex ohne die USA warf gute, aber deutlich tiefere 8 Prozent ab. Bei aller Sympathie für die USA – es muss die Frage gestellt werden, ob es nicht einem Klumpenrisiko entspricht, wenn man sich die politischen Durchgriffsmöglichkeiten von Uncle Sam vor Augen hält.

Wer jetzt den Einwand geltend machen will, dass die Pensionskassen rund 40 Prozent des Aktienteils, der einem knappen Drittel der Gesamtanlagen entspricht (gemäss CS PK Index), in der Schweiz halten, hat zwar recht, ist indes kein reiner Indexierer. Denn die Schweiz stellt im Weltindex bloss 3.6 Prozent. Eine höhere Gewichtung ist ein sinnvoller, aber aktiver Entscheid. Werden die Schweizer Aktien indexiert angelegt, beispielsweise anhand des SPI, geht man ein zweites Klumpenrisiko ein. Denn die drei Schwergewichte Nestlé, Roche und Novartis stellen knapp 50 Prozent. Ein Primat der Diversifikation sieht anders aus.

Überraschendes Traumjahr für Obligationen

Für Obligationen-Indexierer war es die beste aller Welten: Die Wetten bezüglich Bonität und Laufzeit haben sich 2014 wahrlich ausbezahlt. Der Swiss Bond Index lieferte 6.8 Prozent, mit 10-jährigen Staatspapieren von Italien oder Spanien hat man rund 20 Prozent (in Franken) verdient. Es ist absichtlich von Wetten die Rede. Denn im Unterschied zum globalen Aktienmarkt, wo sich als Vergleichsmassstab die Indexgewichtung nach der Börsenkapitalisierung wissenschaftlich motivieren lässt, ist die Konstruktion von Obligationenindizes beliebig. Je mehr Schulden die Schuldenkönige unter den Staaten und Unternehmen anhäufen, desto grösser ist deren Gewicht im Index!

Im globalen Obligationenindex von Barclays stellen die USA rund 36, Japan 16 sowie die Euro-Südländer Portugal, Spanien, Italien, Frankreich und Belgien 15 Prozent. Dies hat dazu geführt, dass die Qualität der Indizes signifikant gesunken ist. Im Welt-

index für Staatsanleihen der Citigroup hat sich seit der Finanzkrise der Anteil von Anleihen ohne AAA-Rating verdoppelt. Zudem kauft man bei blindem Indexieren Obligationen aus Ländern, in die man sehenden Auges kaum investieren würde, beispielsweise aus Ägypten, Argentinien, Indonesien, Kasachstan, aus Kolumbien oder aus Venezuela.

Tiefere Zinsen, längere Laufzeiten

Die Zinsen sind trotz bereits sehr tiefem Niveau zu Jahresbeginn im Jahresverlauf weiter zurückgekommen. Es konnten somit Kapitalgewinne eingefahren werden – je länger die Laufzeiten, desto grösser die Gewinne. Die Gewinne waren derart hoch, weil die Laufzeiten in den letzten Jahren länger geworden sind. Im Swiss Bond Index ist die Duration seit 2009 um fast ein Drittel oder 1.6 Jahre auf aktuell 6.6 Jahre angestiegen. Es ist offenkundig, die Säckelmeister der Staaten und die Finanzchefs der Unternehmen wollen die tiefen Zinsen anbinden und emittieren längere Laufzeiten. In der Folge steigt die Duration der Indizes prozyklisch bei fallenden Zinsen. Wer indexiert, akzeptiert somit Entscheide, die andere fällen.

Nicht auf Glück bauen

Die Zentralbanken, allen voran die EZB, haben ein Interesse an tiefen Zinsen. Den reformunfähigen und stark verschuldeten Südstaaten wird damit eine Galgenfrist eingeräumt. Jedem langfristig agierenden Anleger ist jedoch klar, dass viele

Staaten noch nicht über den Berg sind. Und durch die Verquickung von Staaten und Finanzbranche – letztere hält einen grossen Teil der «risikolosen» Staatspapiere – besteht weiterhin Ansteckungsgefahr. Die Verzerrung bei Anleihen ist immens und das Risiko wird oft nicht adäquat abgegolten. Dennoch finden auch solche Papiere reissenden Absatz – weil sie ein wenig mehr an Rendite versprechen oder schlicht gekauft werden müssen, da sie im Index sind.

Wetten können wiederholt aufgehen – wenn man Glück hat. Glück ist langfristig jedoch ein unsicherer Erfolgsgarant. Deshalb sollten die Anleger im Sinn des Risikomanagements die Portfoliostruktur kritisch hinterfragen, speziell auch hinsichtlich der durch die Indizes implizierten, laufenden Veränderungen. Tragen Sie kurzfristig nur jene Risiken, die Sie auch langfristig zu tragen bereit sind! So vermeiden Sie, mit unbewussten Wetten im Jahr 2015 plötzlich im Regen zu stehen – das erste Gewitter hat die SNB bereits heraufbeschworen. ■



«Bei blindem Indexieren kauft man Obligationen aus Ländern, in die man sehenden Auges kaum investieren würde.»

Thomas Hauser