

Anleihen melden sich zurück

Der Ausverkauf an den Bondmärkten sorgt für zunehmend attraktive Renditen. The Market geht der Frage nach, ob die Zeit für den Einstieg reif ist, und zeigt, wo die besten Chancen locken.

Gregor Mast ✉ 11.11.2022, 04.44 Uhr

An den Anleihenmärkten spielt sich Historisches ab. Seit Jahresanfang haben zehnjährige Treasuries inklusive Coupon zwischenzeitlich fast 20% verloren. Gemäss Daten der Researchboutique Alpine Macro, die bis ins 19. Jahrhundert zurückreichen, ist das der grösste Jahresverlust überhaupt. Auch die im Swiss Bond Index enthaltenen Frankenanleihen mit Anlagequalität haben mehr als 10% eingebüsst. Und dies bei einer Anlageklasse, die das Portfolio in turbulenten Zeiten eigentlich stabilisieren sollte.

Im Gegenzug zu den fallenden Bondkursen hat sich die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen von 1,5 auf zwischenzeitlich 4,3% fast verdreifacht. Derzeit werfen sie 3,9% ab, und auch deutsche Bunds und Schweizer «Eidgenossen» bieten wieder einen positiven Ertrag. Noch besser rentieren Unternehmensanleihen. Nach Jahren kümmerlicher oder gar negativer Verzinsung machen Bonds den Aktien und den Kontoguthaben nun also zunehmend Konkurrenz. Ist die Zeit damit reif für erste Engagements?

«Geht es nach US-Notenbankchef Jerome Powell, ist es dafür noch zu früh», sagt Jürg Lutz vom Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. Am letzten Treffen des Offenmarktausschusses hat Powell angedeutet, **künftig in kleineren Zinsschritten vorzugehen, dafür aber ein höheres Niveau anzustreben**. Derzeit gehen die Futures-Märkte davon aus, dass das Fed den Leitzins auf 4,8% anhebt. Da die Rendite zehnjähriger Treasuries seit den Achtzigerjahren immer mindestens so hoch gestiegen sei wie der Leitzins, sei der Kauf solcher Papiere noch nicht angezeigt, sagt Lutz.

Allerdings sind Zweifel angebracht, ob Powell seinen harten Kurs durchstehen kann. Schon jetzt zeigen sich **die Folgen der restriktiven Politik**. In den USA schwächelt der Immobilienmarkt. Im Juli ist die Konsumentenstimmung auf den tiefsten Wert seit Jahrzehnten eingebrochen. Die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe sinken weltweit, und weil die kurzen Zinsen schneller gestiegen sind als die langen, hat sich die Zinskurve invertiert. Darauf folgte bisher **immer eine Rezession**.

Ende des Zinszyklus naht

Die flache respektive inverse Zinskurve ist für Lutz denn auch ein Zeichen, dass der Zinszyklus fast vollendet ist. Der Futures-Markt sieht das ähnlich und erwartet das Top beim Leitzins für April. Treasuries nehmen den Wendepunkt erfahrungsgemäss allerdings vorweg – und zwar mit bis zu fünf Monaten Vorlauf. Sollte sich die Geschichte reimen und der Futures-Markt mit seinem Timing richtigliegen, ist der Zinsgipfel demnächst erreicht.

Für höhere Zinsen spricht der Arbeitsmarkt, der in den USA weiterhin auf vollen Touren läuft. Die Arbeitslosenrate ist trotz leichtem Anstieg historisch niedrig, während die Zahl der offenen Stellen selten höher war. Entsprechend sind die Stundenlöhne zum Vorjahr 4,7% gestiegen. Allerdings hinkt der Arbeitsmarkt der Konjunktur hinterher. Deshalb spricht seine derzeitige Stärke nicht gegen einen kurz bevorstehenden oder bereits laufenden Abschwung. Das Tempo der Lohnerhöhungen hat sich denn auch bereits verringert.

Kühlen sich Wirtschaft und Arbeitsmarkt tatsächlich ab, dürfte sich auch die Inflation zurückbilden, die sich in den USA im Oktober auf 7,7% belief. Entlastung kommt bereits von den Energie- und den Lebensmittelpreisen, die sich seit ihrem Höchst ermässigt haben. Das Gleiche gilt für die Frachtraten. Auch die Lieferengpässe lösen sich mehr und mehr auf.

Inflationserwartungen dürften weiter sinken

Die schrumpfende globale Geldmenge zeugt zudem davon, wie restriktiv die Politik der Notenbanken bereits ist. Sie korreliert eng mit den Inflationserwartungen, die damit weiter zurückkommen dürften. Weil für Anleger die Rendite nach Abzug der Inflationserwartung zählt, werden Anleihen dadurch attraktiver. Die so errechnete reale Rendite ist mit 1,5% für zehnjährige Bonds so hoch wie nie seit Sommer 2009.

Noch kräftiger als die Rendite von Staatsanleihen ist wegen der anziehenden Kreditrisikoprämien die Verzinsung von Unternehmenspapieren gestiegen. Für Euroschuldner mit Anlagequalität ist der Aufschlag fast so hoch wie im Höhepunkt des Coronaausverkaufs 2020. Im Mittel bieten sie eine Verzinsung von 4,3%, so viel wie nie seit der Eurokrise 2012. In Dollar beläuft sich die Rendite auf fast 6%. Dieser Wert wurde letztmals während der Finanzkrise 2009 erreicht.

Allerdings lauern gerade bei Unternehmensschuldnern auch Gefahren. Die anziehenden Zinsen und die langsamere Gangart der Konjunktur werden hoch verschuldeten Gesellschaften zusetzen, von denen es nach Jahren der Schuldenbonanza viele gibt. JPMorgan-CEO Jamie Dimon warnt denn auch bereits vor grösseren Rissen an den Kreditmärkten.

Zwar dürfte eine Pleitewelle in der näheren Zukunft ausbleiben, weil viele Unternehmen die tiefen Zinsen der letzten Jahre genutzt haben, um sich langfristig günstig zu finanzieren. Dennoch steigt die Ausfallrate in einer Rezession üblicherweise, was die Risikoprämien weiter in die Höhe treibt. Besonders verwundbar erscheinen hochverzinsliche Papiere, auch Junk Bonds genannt.

Auf qualitativ gute Schuldner setzen

Bei der Auswahl der Schuldner ist also Vorsicht geboten. Stephan Kuhnke von dem auf Anleihen spezialisierten Schweizer Vermögensverwalter Bantleon setzt auf Hybridanleihen von qualitativ guten Emittenten. Sie sind nachrangig, werden im Konkursfall also nach den erstrangigen Schulden, aber vor den Eigenkapitalgebern bedient. Der grösste Emittent von nachrangigen Anleihen ist Volkswagen. «Die Ratingagenturen stufen die hybriden Papiere des Autokonzerns mit BBB– ein, was immer noch Anlagequalität entspricht», sagt Kuhnke. Ein Ausfall über die Laufzeit sei deshalb wenig wahrscheinlich.

Mit einem diversifizierten Portfolio von qualitativ ähnlich guten Schuldnern lasse sich in Euro eine Rendite von 8,3% erzielen. Das sei wesentlich attraktiver als die 7,8%, die hochverzinsliche Papiere in Euro abwerfen würden – dies bei einer deutlich höheren Ausfallwahrscheinlichkeit und einer oftmals um einiges geringeren Transparenz.

Auf Spezialsituationen setzt auch Martin Wilhelm vom Vermögensverwalter IfK, der für die deutsche Fondsboutique Acatis einen Anleihenfonds berät. Er kauft die Papiere des Autovermieters Europcar, der bis 2006 zu VW gehörte und nun wieder von VW übernommen wird. Trotz der Übernahme werfen Europcar-Papiere mit einer Laufzeit von vier Jahren in Euro jährlich 6,5% ab, 2,5 Prozentpunkte mehr ab als eine vergleichbare Anleihe von VW, obwohl sich die Renditen eigentlich angleichen müssten.

Zu Unrecht vernachlässigt

Überhaupt bieten Übernahmen oft Opportunitäten. So auch beim US-Chemieunternehmen Celanese, das einst zu Hoechst gehörte und kürzlich den Bereich Mobility & Materials des Konkurrenten DuPont übernommen hat. Wegen der höheren Verschuldung ist die Rendite für eine rund sechsjährige Euroanleihe von Celanese zwischenzeitlich auf 8% gestiegen. Derzeit wirft sie um die 7% ab. Das ist gleich viel wie bei einer Dollaranleihe desselben Schuldners, obwohl das Zinsniveau in der Eurozone niedriger ist.

Wilhelm erklärt diese Anomalie mit der geringen Bekanntheit von Celanese in Europa. Fundamental ist der Aufschlag für die Euroanleihe nicht zu begründen, war Celanese in den vergangenen fünfzehn Jahren doch immer profitabel und hat über den Konjunkturzyklus hinweg höhere Margen erzielt als die Konkurrenz. Auch gestehen die Ratingagenturen den Papieren weiterhin Anlagequalität zu.

Ein Problem für Schweizer Anleger ist die Währung. Sowohl der Dollar als auch der Euro werten sich wegen der höheren Inflation zum Franken langfristig ab. Während die Gemeinschaftswährung schon deutlich Federn lassen musste, ist der Greenback wegen der höheren US-Zinsen und des fortgeschrittenen Straffungszyklus des Fed gegenüber den meisten Währungen markant gestiegen.

Dollar absichern bringt wenig

Der reale effektive Wechselkurs, der die unterschiedlichen Inflationsraten ausklammert, notiert so hoch wie vor zwanzig Jahren. «Jetzt noch in Dollar zu investieren, ist brandgefährlich», warnt Lutz. «Und die Währung absichern bringt nichts, weil so der Zinsvorteil aufgegeben wird.»

Was also tun? Lutz hält nach wie vor viel Cash. Er greift erst zu, wenn sich die Anzeichen verdichten, dass sich der Zinszyklus dem Ende nähert. Für Frankenleger streicht er die Bonds der Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken heraus, die mit AAA die höchste Bonitätsnote aufweisen und für zehn Jahre rund 1,7% abwerfen. «Der Aufschlag zu ‹Eidgenossen›, die rund 0,9% rentieren, ist so hoch wie schon lange nicht mehr, weil die meisten Investoren aus Sicherheitsüberlegungen nur Staatsanleihen kaufen.»

Kuhnke betrachtet den Dollar hingegen nicht als überbewertet, weil die Aufwertung auf die gestiegenen Leitzinserwartungen des Fed zurückzuführen sei. Zudem kann er sich vorstellen, dass sich die jüngste Erholung des Euros zum Franken fortsetzen wird. In diesem Fall winkt zusätzlich zu den höheren Zinsen ein Währungsgewinn. Offen ist freilich, wie lange die Schwäche des Frankens dauern wird.