

## ANALYSE

## Wie sich Anleger am Anleihenmarkt am besten positionieren können

Die Rendite zehnjähriger US-Treasuries ist jüngst über 5% gestiegen, so hoch wie nie seit 2007. Damit werden Bonds wieder zum Thema für Privatanleger. The Market zeigt, wie es mit den Zinsen weitergeht und wo die besten Chancen locken.

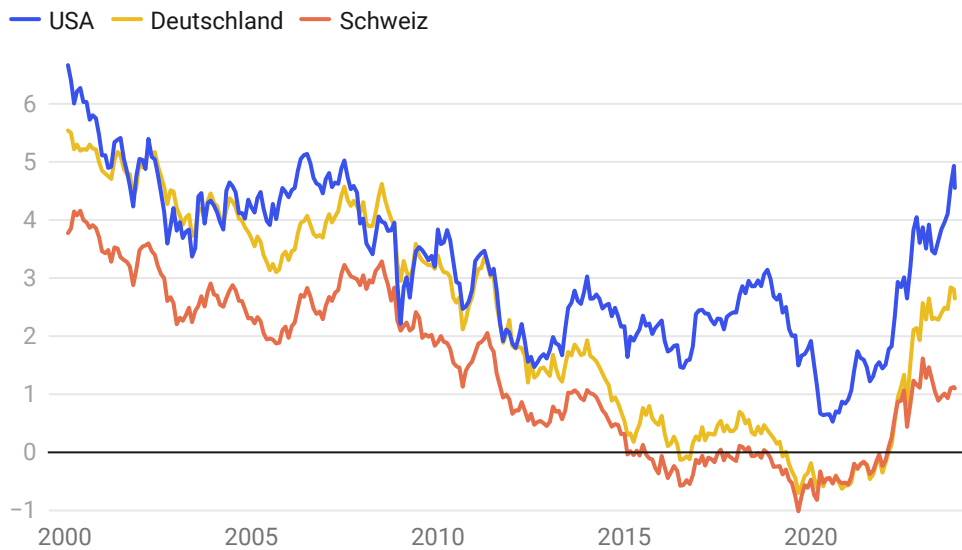
Gregor Mast ✉

09.11.2023, 16.44 Uhr

Der Bondmarkt ist in Bewegung. Kürzlich ist die Rendite zehnjähriger US-Treasuries erstmals seit 2007 über 5% gestiegen. Im Tiefst im März 2020 haben dieselben Papiere 0,3% abgeworfen, und in vielen Währungen resultierte wegen der Negativzinsen mit Anleihen sogar ein garantierter Verlust. Bonds waren damit für Privatanleger kein Thema. Das ist heute anders, wie die vielen Zuschriften zeigen, die The Market erhält.

## Zehnjährige Treasuries rentieren so hoch wie nie seit 2007

Rendite zehnjähriger Staatsanleihen (in %)



Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Grund für den Zinsanstieg ist die hartnäckig hohe Inflation, die die Notenbanken zu beispiellosen Leitzinserhöhungen gezwungen hat, und die Frage, wie die gewaltige Neuverschuldung vor allem in den USA finanziert werden soll. So dürfte das US-Budgetdefizit nach Schätzung des Internationalen Währungsfonds in den nächsten Jahren zwischen 6 und 7% des Bruttoinlandprodukts liegen.

«Das sind mindestens 2000 Mrd. \$ jährlich, im Falle einer Rezession entsprechend mehr», schreibt der deutsche Vermögensverwalter Peter E. Huber. Klassische Käufer von US-Bonds wie China, Russland oder Saudi-Arabien dürften nach dem Einfrieren der russischen Zentralbankreserven ausfallen. US-Banken kämen ebenfalls kaum infrage, da auf ihren Bonds bereits hohe unrealisierte Verluste aufgelaufen sind, und das Fed falle als Käufer ebenfalls aus, wenn es glaubwürdig bleiben wolle.

## Für Nachfrage ist gesorgt

Wenig Sorgen um die Nachfrage nach US-Bonds macht sich Daniel Rempfler, Leiter Zinsen & Schwellenländer bei Swiss Life Asset Managers. «Der Status des Dollars als globale Reservewährung dürfte in den nächsten Jahren zwar schwächer werden, aber auch in zehn Jahren wird kaum eine andere Währung dem Greenback das Wasser reichen können», ist er überzeugt. Zu tief und breit sei der US-Kapitalmarkt, als dass ausländische Investoren darauf verzichten könnten. Und eine Alternative sei nicht in Sicht – weder in China noch in der Eurozone.

Rempfler geht davon aus, dass der Zinszyklus sein Höchst erreicht hat. «Die Zinserhöhungen der letzten Monate werden sich mit der üblichen Zeitverzögerung in der Realwirtschaft niederschlagen, sie wird sich deutlich abschwächen.» Nächstes Jahr drohe in den USA und Europa eine Rezession, worauf die Notenbanken die Zinsen vermutlich ab der zweiten Jahreshälfte wieder senken werden. Damit würden auch die Renditen am Bondmarkt ins Rutschen geraten und die Anleihenkurse beflügeln, die sich entgegengesetzt zu den Zinsen bewegen.

Die Stärke der US-Wirtschaft, die im dritten Quartal aufs Jahr hochgerechnet 4,9% gewachsen ist, beunruhigt Rempfler mit Blick auf die Entwicklung der Anleihenrenditen nicht. «Bleibt das Wachstum tatsächlich hoch, wird der Teuerungsdruck bestehen bleiben und das Fed damit zwingen, die Zinsen noch weiter zu erhöhen.» Damit drohe sich das Muster zu wiederholen, dass die US-Notenbank immer so lange an der Zinsschraube drehe, bis ein Unfall geschieht. Ein Szenario, das Rempfler auch jetzt für möglich hält, schliesslich sei eine weiche

Landung der Wirtschaft noch selten geglückt. Im Abschwung sind Treasuries wieder gefragt.

## **Anleger verstehen die Inflation nicht**

Eine Abschwächung der Konjunktur erwartet auch Jürg Lutz vom Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. «Die höheren Realzinsen werden sich durch die Wirtschaft fressen», stimmt er mit Rempfler überein. Kleinere Unternehmen spürten den Druck schon heute. «Umsatz und Gewinn kommen bereits unter Druck, und irgendwann müssen Kosten gesenkt und Mitarbeiter entlassen werden, was dann auch den bisher angespannten Arbeitsmarkt entlasten wird.»

Ein schwächerer Arbeitsmarkt würde den Inflationsdruck mildern, der gemäss Lutz aber sowieso bereits am Abflachen ist. «48 der fünfzig von mir verfolgten vorlaufenden Indikatoren signalisieren eine nachlassende Teuerung.» Entsprechend wenig hält er vom derzeit vorherrschenden Mantra, die Notenbanken müssten die Zinsen wegen der Inflation länger hoch halten, Neudeutsch auch als «Higher for longer» bezeichnet. «Viele Marktteilnehmer verstehen die Inflation nicht. Damit sie hoch bleibt, müssen die Preise weiter anziehen. Stabilisieren sie sich, sinkt die Inflation gegen null.» Dieses Phänomen, im Jargon als Basiseffekt bezeichnet, sei dominant und werde für rückläufige Konsumentenpreise sorgen.

Nach Meinung der beiden Experten sind Staatsanleihen derzeit erste Wahl, ergänzt durch staatsnahe Schuldner und qualitativ hochwertige Unternehmensanleihen, weil in einem Abschwung die Zahlungsausfälle steigen und die Kreditrisikoprämien – auch

als Credit Spreads bezeichnet – auseinanderlaufen (vgl. Grafik). Bei guten Schuldnern dürften die höheren Spreads durch den allgemeinen Zinsrückgang mehr als kompensiert werden, bei Hochzinsanleihen hingegen nicht. Deshalb raten sowohl Rempfler als auch Lutz von Engagements in Junk Bonds ab.

## Spreads ziehen in der Rezession deutlich an

Renditedifferenz zu zehnjährigen US-Treasuries (in Prozentpunkten)



*Grau schraffiert sind Rezessionen nach NBER*

Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Unter qualitativ hochwertig versteht Rempfler den ganzen Investment-Grade-Bereich, also Bonds von Schuldnern mit einem Rating oberhalb von BBB- (mehr zu den Ratings erfahren Sie hier), wobei die Auswahl der Emittenten entscheidend sei. Für Lutz kommen nur Bonds infrage, die mindestens als A eingestuft werden. Zudem müsse der Bonitätstrend stimmen – die Einstufung sollte also mindestens stabil bleiben –, und die Bilanz sollte einwandfrei sein.

## Für Frankeninvestoren lohnt sich Währungsrisiko nicht

Wie aber soll sich ein Anleger positionieren, der in Franken denkt? Zwar locken in den USA die höchsten Renditen unter den wichtigsten Industrieländern, doch «der Zinsvorteil kann durch die Währungsschwankung in zwei Tagen zunichtegemacht werden», warnt Lutz. Er empfiehlt deshalb, auf Treasuries mit langen Laufzeiten zu setzen, da diese bei einem Rückgang der Zinsen den höchsten Kursgewinn einfahren (mehr zum Zusammenhang zwischen Laufzeit und Kursgewinn erfahren Sie hier). So sei es möglich, den zu erwartenden Währungsverlust mehr als zu kompensieren.

Rempfler sieht für Frankenanleger derzeit wenig Grund, in Fremdwährungen anzulegen. «Die Absicherungskosten sind aktuell sehr hoch, und auf währungsgesicherter Basis sind Frankenanleihen attraktiv.» Dazu ein Beispiel: Nach Absicherung – die Kosten ergeben sich aus der Zinsdifferenz im Geldmarkt und betragen für das Währungspaar Dollar-Franken derzeit rund 4 Prozentpunkte – verbleiben von den 4,6%, die ein zehnjähriger Treasury momentan abwirft, noch 0,5 bis 0,6%. Zehnjährige Eidgenossen rentieren hingegen 1,1%, bei staatsnahen Papieren – dazu zählen Emittenten mit Staatsgarantie oder die Kantone – sind es sogar mehr als 1,6%.

## **Euroanleger sollten in Dollar und Franken diversifizieren**

Nicht so richtig erwärmen können sich die beiden Experten für den Euro. «Im Euroraum sind die Zinsen weniger hoch als in den USA, das Senkungspotenzial ist damit auch geringer», gibt Lutz zu bedenken. Dazu kommt die Schwäche der Währung, «weil die Europäische Zentralbank bei den geringsten Turbulenzen die Zinsen senken wird.» Für Investoren mit

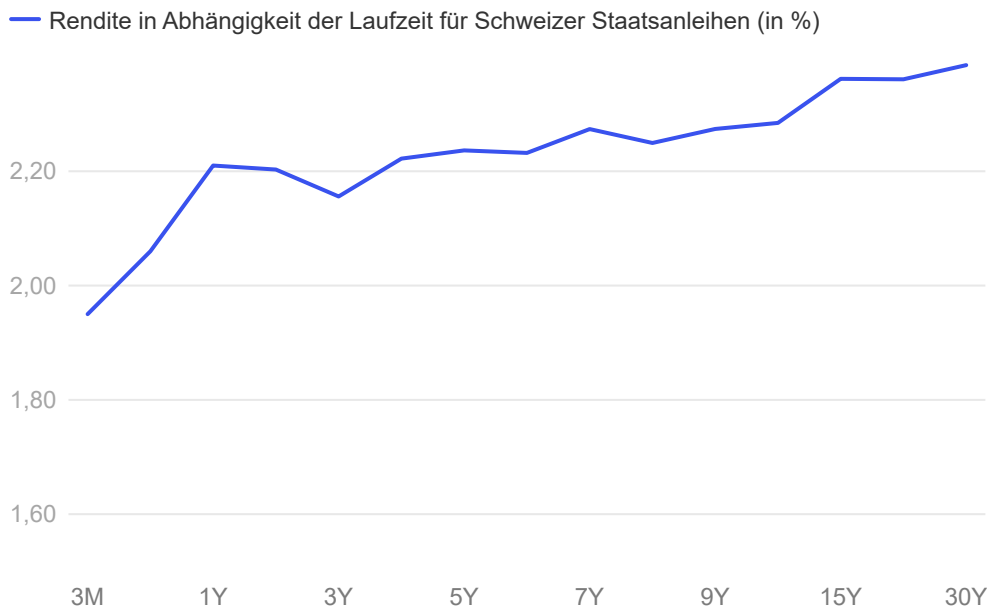
Referenzwährung Euro empfiehlt er deshalb, einen Teil des Anleihenbestands in Dollar und Franken zu diversifizieren.

Rempfler verweist auf zehnjährige italienische Staatsanleihen, die rund 4,5% abwerfen. Der politische Wille, die Eurozone zusammenzuhalten, sei da, das Risiko entsprechend überschaubar. «Wirklich attraktiv werden italienische Papiere aber erst ab einem Zinsaufschlag von 2,5 Prozentpunkten gegenüber deutschen Bundesanleihen.» Derzeit beträgt die Differenz 1,9 Prozentpunkte. Lohnenswerter sei es aus Sicht eines Euroanlegers, Frankenbonds zu kaufen und die Währung abzusichern. So resultiert derzeit ein Zinsbonus von 2,3 Prozentpunkten. Eine in Euro abgesicherte zehnjährige Anleihe der Eidgenossenschaft rentiert damit rund 3,4%, das sind rund 80 Basispunkte mehr, als eine zehnjährige deutsche Bundesanleihe abwirft.

## **Geldmarkt wird zunehmend attraktiv**

Angesichts der vielerorts vorherrschenden flachen Zinskurve – lange Laufzeiten rentieren nicht wesentlich höher als kurze, es lässt sich also ohne Zinsrisiko eine vergleichbare Rendite erzielen – werden Geldmarktanlagen vermehrt zum Thema, so auch in der Schweiz. Das gilt umso mehr, als Schweizer Banken auf den Konten weiterhin kaum Zins bezahlen. «Daran wird sich nach dem jüngsten Beschluss der Schweizerischen Nationalbank, die bei ihr liegenden Mindestreserven der Banken nicht mehr zu verzinsen, auf absehbare Zeit wohl auch nichts ändern», gibt Rempfler zu bedenken.

## Flache Zinskurve macht Geldmarkt und Kurzläufer attraktiv



Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Doch für Privatanleger ist die Investition in den Frankengeldmarkt gar nicht so einfach. ETF existieren keine, weil es keine Indizes gibt, die repliziert werden könnten. Festgelder bei Banken erfordern in der Regel eine Mindestanlage von mehreren Zehntausend bis 100'000 Fr., bei Geldmarktbuchforderungen, die von der Eidgenossenschaft emittiert werden, sind es 50'000 Fr.

Es bleiben aktiv verwaltete Geldmarktfonds, die derzeit ein Revival erleben. So hat Swiss Life Asset Managers im April dieses Jahres ein Produkt lanciert, dem bereits rund 800 Mio. Fr. zugeflossen sind – für eine Neulancierung auch bei Swiss Life Asset Managers ein beachtlicher Erfolg. Derzeit rentieren die darin enthaltenen Papiere mehr als 2% bei einer durchschnittlichen Restlaufzeit von weniger als einem halben Jahr – das Zinsrisiko ist damit grösstenteils ausgeschaltet.



## Kurz laufende Frankenbonds bieten eine Alternative

Das Kreditrisiko erscheint ebenfalls gering, da fast 90% des Fondsvermögens in Papieren mit einem Rating zwischen AAA und A- investiert sind. Allerdings liegt der Schwerpunkt der Anlagen naturgemäss im Finanzbereich, für den Lutz zurückhaltend gestimmt ist. Er zieht deshalb Bonds mit Laufzeiten von zwei bis drei Jahren vor. «Qualitativ akzeptable Unternehmensschuldner bieten in Franken 2 bis 2,5% Rendite.» Als Beispiel nennt er die kürzlich emittierten Anleihen des Fleischverarbeiters Bell, der in einer Dualtranche 270 Mio. Fr. aufgenommen hat. Eine der beiden Tranchen läuft bis Mitte Oktober 2026 und zahlt einen Coupon von 2,3%. Sie handelt derzeit leicht über pari, woraus sich eine jährliche Rendite von 2,15% errechnet.

Bei der Auswahl der Bonds orientieren sich Anleger am besten an den meistgehandelten Papieren auf der Website der Schweizer Börse, weil so eine gewisse Liquidität sichergestellt ist. In der Detailansicht finden sich die Angaben zur Stückelung, auch als kleinste handelbare Einheit bezeichnet. Sie liegt bei vielen in der Schweiz kotierten Papieren – so auch für die erwähnte Anleihe von Bell – bei 5000 Fr. und lässt damit eine ausreichende Diversifikation selbst bei kleinerem Vermögen zu.

Berücksichtigen müssen Anleger die direkten und indirekten Kosten, die einen Grossteil der immer noch nicht allzu stattlichen Rendite auf Frankenanleihen wegfressen können. Dazu zählen Transaktions- und Depotgebühren der Banken und Online-Broker, Börsengebühren, die Stempelabgabe und die Spanne zwischen Geld- und Briefkurs.

Mehr Informationen zur Begrifflichkeit und Auswahl von Anleihen erfahren Sie in diesem Artikel.



#### ANALYSE

### Was bei Anlagen in Anleihen zu beachten ist

Bonds bieten nach dem scharfen Zinsanstieg der letzten Jahre wieder attraktive Renditen. Höchste Zeit also, das Know-how zur Anlageklasse aufzufrischen.

Gregor Mast ✉ 11.04.2023



#### INTERVIEW

### «Viele Investoren wollen nicht wahrhaben, dass sich etwas grundlegend verändert hat»

Die Welt erlebt einen historischen Zinsschock. Jim Grant, Herausgeber des «Grant's Interest Rate Observer», glaubt, dass die Verwerfungen den Beginn einer jahrzehntelangen Baisse für Anleihen markieren. Im Interview sagt er, welche Risiken damit einhergehen – und wo sich Chancen eröffnen.

Christoph Gisiger ✉ 27.10.2023



#### MEINUNG

### Blutbad am US-Bondmarkt – und keinen interessiert's

Anleihen mit langen Laufzeiten haben deutlich korrigiert. Aktienanleger lassen sich davon aber nicht beunruhigen, wie der Höhenflug zinssensitiver Technologiewerte zeigt. Das dürfte ein Fehler sein.

Peter E. Huber 03.10.2023





## ANALYSE

### 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



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.