

ANALYSE

Ausverkauf bei Anleihen sorgt für teils ansprechende Renditen

Bonds haben einen schlechten Jahresauftakt hinter sich. Die höheren Zinsen eröffnen nun aber einzelne Gelegenheiten. Entscheidend bleibt die Entwicklung der Inflationserwartungen.

Gregor Mast 

20.05.2022, 02.52 Uhr

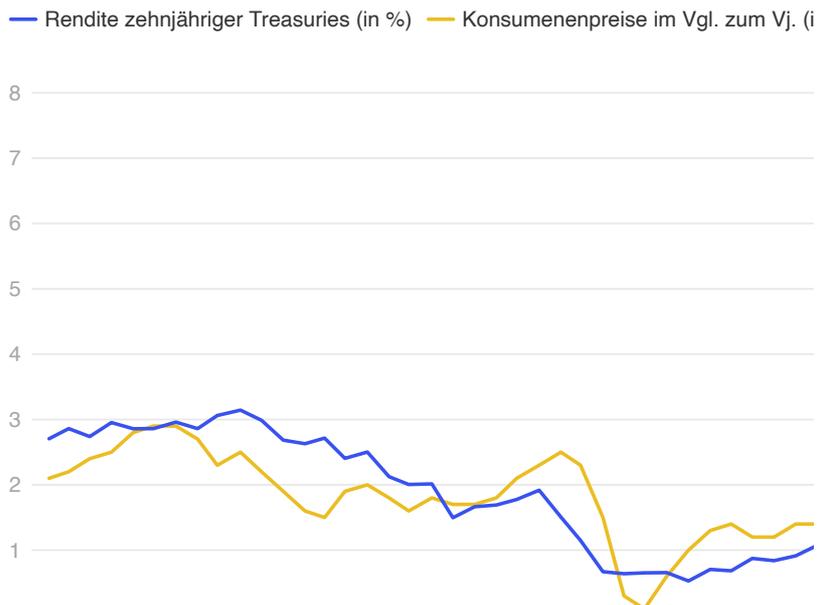
An den Bondmärkten spielt sich ein kleineres Erdbeben ab. Wegen der hartnäckig hohen Inflation haben sich die Zinsen auf zehnjährige US-Staatsanleihen in wenigen Monaten mehr als verdoppelt. Weil sich Bondkurse und Renditen gegenläufig bewegen, haben zehnjährige US-Treasuries und deutsche Bunds seit Jahresanfang etwas mehr als 10% eingebüsst. Die im Swiss Bond Index versammelten Frankenpapiere mit Anlagequalität haben 7,7% verloren.

In der Spitze sind die Renditen zehnjähriger Treasuries auf 3,15% geklettert, und auch deutsche Bunds und Schweizer «Eidgenossen» werfen ab einer Laufzeit von neun Monaten resp. drei Jahren wieder einen positiven Ertrag ab. Noch höher ist die Verzinsung auf Unternehmensanleihen. Damit wirken Bonds erstmals seit Jahren wieder einigermaßen attraktiv. Doch sind sie schon ein Investment wert?

Inflation übersteigt Renditen deutlich

Beim Betrachten der Inflationsrate scheint die Antwort eindeutig. Im April sind die Konsumentenpreise in den USA zum Vorjahr 8,3% in die Höhe geschossen. In Deutschland belief sich die Teuerung auf 7,4%. Real – also nach Abzug der Inflation – verlieren Anleger mit Bonds weiterhin viel Geld.

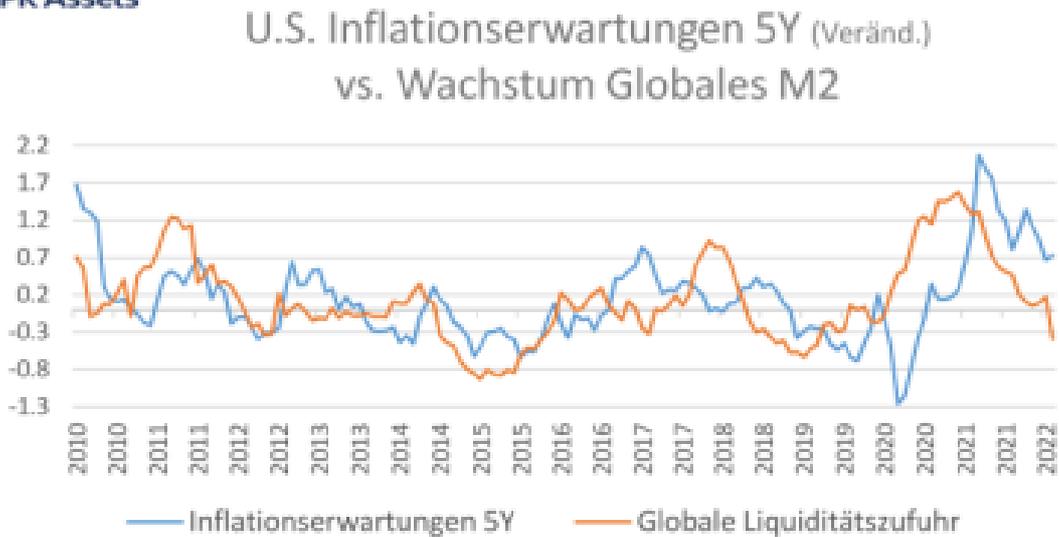
Inflation liegt weit über der Anleihenverzinsung



Allerdings seien die Konsumentenpreise nicht der massgebende Ratgeber zur Einschätzung der Zinsentwicklung, sagt Jürg Lutz vom Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. «Wichtiger ist die Rendite nach Abzug der Inflationserwartung, und die steht bei zehnjährigen Treasuries mit real 0,2% so hoch wie letztmals 2019. Das ist attraktiv, zumal die Inflationserwartungen bereits rückläufig sind und noch weiter sinken werden.»

Inflationserwartungen folgen dem Geldmengenwachstum

Seine Überzeugung nährt sich aus der Entwicklung der globalen Geldmenge M2, die Notenbankgeld und Sparguthaben umfasst. Ihr Wachstum hat sich nach dem durch die Pandemiemassnahmen ausgelösten Schub deutlich abgekühlt und droht im Jahresvergleich bald ins Negative zu kippen. In der Vergangenheit haben sich Geldmengenwachstum (in der Grafik orange) und Inflationserwartungen (blau) Hand in Hand bewegt:



Quelle: PK Assets

Doch auch die Inflation dürfte nicht ewig auf dem heutigen Niveau verharren. «Es musste schon extrem viel zusammenkommen, damit die Teuerung so weit gestiegen ist. Eine Kombination aus weltweiter Pandemie, präzedenzlosen staatlichen Massnahmen, Rohstoffkrise und Krieg in Europa dürfte im Laufe eines Menschenlebens nicht noch einmal vorkommen.» Allein wegen des Basiseffekts werde die Teuerung bis Ende Jahr sinken, weil dann die höhere Vergleichsbasis des Vorjahres zum Tragen komme.

Deckelung der Energiepreise wird Teuerung dämpfen

«Der Höhepunkt der Inflation wird im Sommer erreicht», sagt auch Stephan Kuhnke von dem auf Anleihen spezialisierten Schweizer Vermögensverwalter Bantleon. Wie Lutz verweist er auf den Basiseffekt. «Dazu kommt die Deckelung der Energiepreise in mehreren europäischen Ländern wie Spanien, Italien und bald auch Deutschland, die den Preisauftrieb ebenfalls dämpfen wird.»

Obwohl die Teuerung gemäss Kuhnke wegen angespannter Arbeitsmärkte und höherer Rohstoffpreise für längere Zeit über dem Inflationsziel der Notenbanken verharren dürfte, hat er Treasuries gekauft. Er verweist dabei auf die historisch einmalige Bewegung. In vier Monaten sei die Rendite zehnjähriger Papiere um 150 Basispunkte gestiegen. Damit sei die potenzielle Zinsstraffung des Fed auf 3,5% bis Ende 2023 binnen kürzester Zeit eingepreist worden. 3,2% für zehnjährige Papiere seien interessant, auch wenn die Inflation nicht auf das Vor-Covid-Niveau sinken werde.

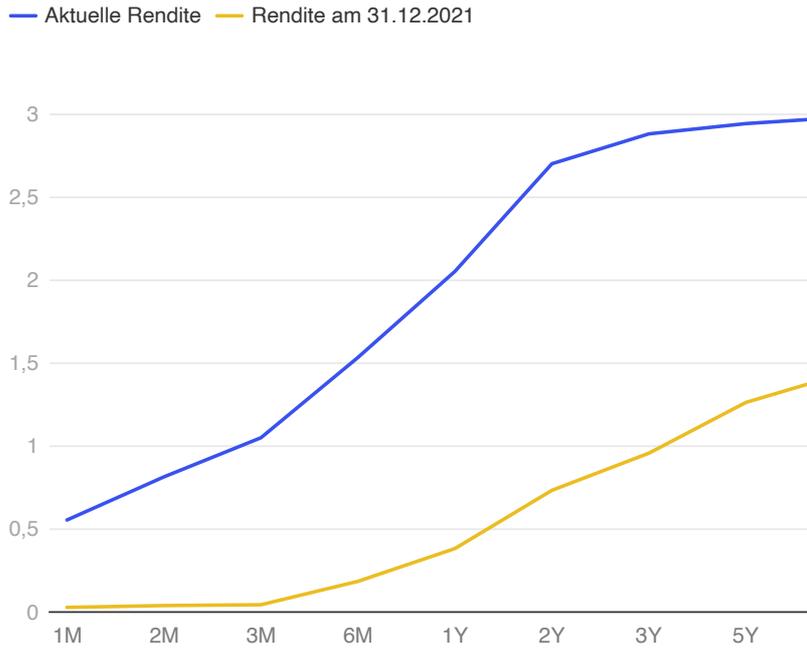
Auch Lutz hat Treasuries aufgestockt. Er zögert allerdings noch, bereits auf sinkende Sätze zu setzen. Grund dafür sei der Plan des Fed, seine Bilanz ab Juni abzubauen. Leider lasse sich nicht abschätzen, wie dieses Quantitative Tightening auf die Renditen wirke. Lutz empfiehlt deshalb zu warten und den Effekt zu beobachten, bevor weitere Positionen bezogen werden.

Kurze Laufzeiten sind attraktiver als lange

Dominik Sacherer, der bei Baloise Asset Management Anleihenportfolios für Kunden verwaltet, zieht kurze Laufzeiten vor, da sich die Zinskurve in den USA und im Euroraum seit Jahresanfang deutlich verflacht hat, die Renditen für kürzere Laufzeiten also stärker gestiegen sind als die langen Sätze (vgl. Grafiken). «Zwei- bis fünfjährige Bonds sind attraktiver geworden, was für längere Laufzeiten noch nicht der Fall ist.» Am langen Ende der Kurve dürften die Renditen demnach weiter steigen.

US-Zinskurve

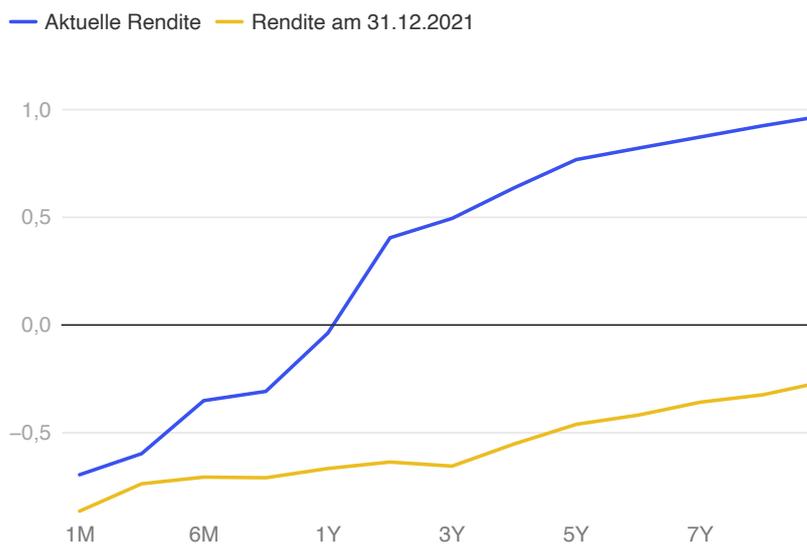
Rendite von US-Staatsanleihen in Abhängigkeit der Laufzeit (in %)



Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Zinskurve für deutsche Bunds

Rendite von deutschen Bundesanleihen in Abhängigkeit der Laufzeit (in %)



Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Noch lieber als auf Staatsanleihen setzt Stephan Kuhnke auf Unternehmens- und europäische Peripherieanleihen, weil sich die Kreditrisikoprämien – auch Spreads genannt – ausgeweitet haben. Ihre Renditen sind also noch stärker in die Höhe geschossen als bei Treasuries oder deutschen Bunds. So werfen zehnjährige italienische Buoni del Tesoro 3% ab. Das ist gemäss Kuhnke attraktiv, weil die durchschnittliche Teuerung in Italien über die nächsten zehn Jahre tiefer liegen werde.

Lutz lässt die Finger von europäischen Staatsanleihen. «Fünfjährige deutsche Bunds rentieren 0,77% bei einer Inflationserwartung von 3% – das ist völlig unattraktiv.» Dazu kommt, dass er nur in Bonds von Staaten mit guter Bonität, stabiler Währung und einer Notenbank investiert, die die Zinsen so weit wie nötig anheben kann. Das sei bei der Europäischen Zentralbank nicht der Fall, weil die Konjunktur mancher Länder in der Zone zu fragil sei. Für ihn kommen hauptsächlich Bonds in norwegischen und schwedischen Kronen, Franken, neuseeländischen und mit Abstrichen australischen Dollar infrage. Treasuries sähen interessant aus, weil «derzeit alles für den Dollar läuft».

Höhere Zinsen machen sich erst mit der Zeit bemerkbar

Das Argument, die höheren Zinsen machten die riskanteren Segmente des Bondmarktes verwundbar, lässt Kuhnke nicht gelten. «Sowohl Staaten als auch Unternehmen haben die Tiefzinsphase genutzt, um sich langfristig zu finanzieren.» Deshalb würden sich die steigenden Zinsen erst mit der Zeit bemerkbar machen.

In Italien verfielen jährlich rund 10% des ausstehenden Anleihenvolumens, deshalb seien höhere Zinsen vorerst verkraftbar. Das Anbinden der niedrigen Sätze dürfte auch der Grund sein, warum die Ausfallquote auf amerikanischen Corporate Bonds trotz deutlich gestiegener Renditen auf ein Rekordtief gesunken ist.

Weil sich Unternehmen langfristig günstig finanziert haben und die Spreads noch nicht extrem hoch sind, erwartet auch Lutz keine baldige Pleitewelle. Dennoch ist er skeptisch, was Unternehmensanleihen angeht. «Vordergründig wirken die Unternehmensbilanzen stabil», sagt er. Bereinigt um die heisse Luft sehe das aber anders aus.

In den Unternehmensbilanzen steckt viel heisse Luft

«Ein Problem stellt vor allem der akquisitorische Goodwill dar», sagt Lutz. Dieser Goodwill entsteht bei Firmenübernahmen und entspricht der Differenz zwischen Kaufpreis und Eigenkapital. Da es in der Hausse viele Übernahmen gab, hat diese Form von Goodwill in den letzten Jahren massiv zugenommen. Solange er als werthaltig eingestuft wird, ist er kein Problem. Brechen die Märkte aber ein, drohen hohe Abschreiber, die das Eigenkapital auslöschen oder gar übersteigen können.

Die Konsequenz daraus ist, dass Lutz von den 500 Schuldnern im Ratingbereich AAA bis BBB-, die für die von ihm betreuten Portfolios infrage kommen, nur etwa fünfzig bis sechzig als qualitativ gut einstuft. «Anleger müssen demnach brutal selektiv sein.» Besonders angetan haben es ihm die Goldförderer: «Sie sind unter den Unternehmensschuldnern ein absoluter Solitär.» Im Gegensatz zu vielen anderen Emittenten haben sie ihre Bilanzen in den letzten Jahren gesäubert und bieten eine ansprechende Rendite.

Kuhnke ist optimistischer, was Unternehmensanleihen angeht. «Eine zweijährige Anleihe von Volkswagen rentiert derzeit 1,6%. Volkswagen wird von den Ratingagenturen mit A3 und BBB+ bewertet, ein Ausfall über die Laufzeit ist also höchst unwahrscheinlich.» Noch attraktiver seien indes Hybridanleihen. Sie sind nachrangig, werden im Konkursfall also nach den erstrangigen Schulden, aber vor den Eigenkapitalgebern bedient. Sie können als europäische Spezialität bezeichnet werden, in den USA sei diese Anleihenform kaum präsent.

Hybridanleihen attraktiver als Junk Bonds

Der grösste Emittent von nachrangigen Anleihen ist Volkswagen. «Von den Ratingagenturen werden Hybridanleihen in der Regel zwei Stufen unter den vorrangigen Papieren eingestuft, im Fall von Volkswagen also mit BBB-, was immer noch Anlagequalität entspricht.» Mit einem diversifizierten Portfolio von qualitativ ähnlich guten Schuldnern lasse sich in Euro eine Rendite von 5% erzielen.

Das sei wesentlich attraktiver als die 5,7%, die hochverzinsliche Papiere in Euro abwerfen würden – dies bei einer deutlich höheren Ausfallwahrscheinlichkeit und einer oftmals einiges geringeren Transparenz. Junk Bonds seien deshalb nur in Einzelfällen interessant.

In den Schwellenländern – unter Anlagestrategen lange die beliebteste Bondklasse, da sie im Gegensatz zu westlichen Staatsanleihen stets eine positive Rendite geboten haben – sind beide nur punktuell aktiv. Kuhnke mag Länder, die politisch relativ stabil sind und mehr Rohstoffe aus- als einführen.

Darunter fallen Brasilien und der Oman, wo staatliche Dollarpapiere mit einem Rating von BB2/BB- und drei bis vier Jahren Laufzeit 4,4 resp. 5,5% abwerfen. «Generell sind uns europäische Hybridanleihen aber lieber, da sie bei besserer Qualität ähnlich hoch rentieren und kein Währungsrisiko aufweisen», sagt Kuhnke.

Gegenläufigkeit als Segen

Innerhalb der Schwellenländer setzen sowohl Lutz als auch Kuhnke auf chinesische Papiere. Lutz hat in Bonds von Unternehmen wie Baidu, JD.com oder CNOOC investiert, die alle eine solide Bilanz aufweisen. Allerdings seien die Kreditrisikoprämien für gute Qualität nicht höher als in den USA, und dies bei einem deutlich grösseren politischen Risiko. Lutz erachtet einen Angriff auf Taiwan in den nächsten Jahren als sehr wahrscheinlich und baut die Positionen deshalb ab.

Kuhnke mag chinesische Papiere aus zwei Gründen. «Einerseits wird sich der Renminbi langfristig aufwerten, und andererseits stabilisieren chinesische Bonds ein global diversifiziertes Portfolio.» Dies, weil China geld- und fiskalpolitisch oft eigene Wege geht und sich die Zinsen deshalb anders bewegen als im Ausland – so wie an den Märkten gerade zu beobachten. «Derzeit straffen viele westliche Zentralbanken die Geldpolitik, während China angekündigt hat, zur Abfederung der Auswirkungen der Lockdowns die monetären Rahmenbedingungen zu lockern.» Aus Portfoliosicht sei diese Gegenläufigkeit ein Segen.

Für Anleger, die nicht an einen baldigen Rückgang der Inflation glauben, bleiben Bonds tabu – mit Ausnahme variabel verzinslicher und inflationsgeschützter Anleihen. Bei Letzteren wird anders als bei normalen Papieren der Nominalbetrag der Entwicklung der Konsumentenpreise angepasst. Da sich der Coupon auf das Nominal bezieht, steigen bei anziehender Inflation Zins- und Rückzahlung automatisch.

Auch Linker sind nicht vor Rückschlägen gefeit

Allerdings sind auch sie nicht vor Rückschlägen gefeit. So haben die im Jargon als Linker bezeichneten Papiere seit Anfang Jahr in den USA 7,2% und in Europa 1,4% verloren, weil neben den Inflationserwartungen auch die Realzinsen gestiegen sind. Damit haben sie aber immerhin besser abgeschnitten als Treasuries und Bunds.

Wirklich lohnend sind inflationsgeschützte Anleihen nur, wenn die tatsächliche Inflation über die Laufzeit höher ausfällt als die in ihren Kursen implizierte Inflationserwartung, weil normale Staatsanleihen sonst attraktiver sind. In den USA bewegen sich die Inflationserwartungen zwischen 2,6% für dreissig- und 4,1% für zweijährige Papiere.

Den effektivsten Schutz vor steigenden Renditen bieten variabel verzinsten Papiere. Bei ihnen wird der Coupon periodisch dem herrschenden Renditeniveau angepasst.

Sie haben seit Jahresanfang mit einem Verlust in Dollar und Euro von 0,3 resp. 0,4% denn auch besser abgeschnitten als die anderen Bondsegmente.



ANALYSE

Anlegen in stürmischen Zeiten

Das wirtschaftliche Umfeld ist anspruchsvoller geworden, die Finanzmärkte wurden von heftigen Turbulenzen erfasst. Was bedeutet das für die Vermögensaufteilung?

Sandro Rosa  18.05.2022



ANALYSE

Höhere Zinsen werden zur Belastung

Lange kümmerte sich der Aktienmarkt nicht um die steigenden Bondrenditen. Das ist nun anders. Die kommenden Monate dürften turbulent werden, bieten aber auch Chancen.

Gregor Mast  09.05.2022



MEINUNG

Zuerst Crash, dann Boom

Die Selbstgefälligkeit an den Finanzmärkten ist der Sorge gewichen, dass die US-Notenbank einen harten Abschwung provozieren muss, um die Inflation zu besiegen.

Dylan Grice 17.05.2022



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.