

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 ✉

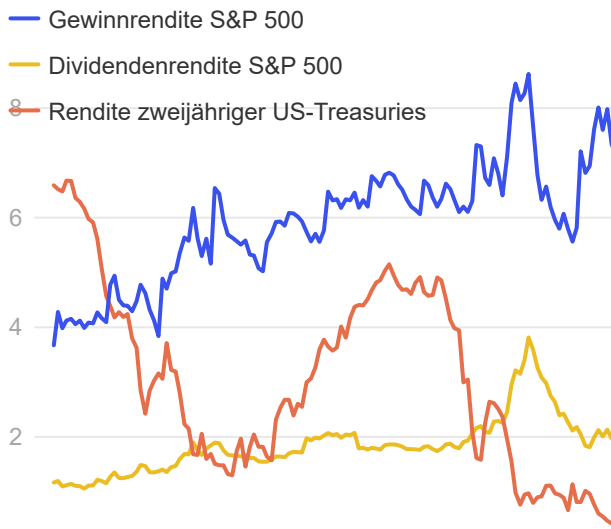
11.04.2023, 06.43 Uhr

Anleihen sind zurück. Während Jahren rentierten sie vielerorts negativ und waren für Privatinvestoren deshalb kein Thema. Nach den scharfen Zinserhöhungen der US- und später der Schweizerischen National- und der Europäischen Zentralbank sind die Renditen nun aber weltweit gestiegen. Anfang März notierten zweijährige US-Staatsanleihen über 5% und stellten damit eine ernsthafte Alternative zu US-Aktien dar.

Nicht nur liegt die Dividendenrendite des US-Leitbarometers S&P 500 mit 1,7% einiges unter der Verzinsung von US-Treasuries. Auch die oft als Risikoprämie bezeichnete Differenz zwischen der Gewinnrendite des S&P 500 – sie entspricht dem Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses – und der Rendite von US-Staatsanleihen ist dahingeschmolzen. Aktienanleger wurden für das höhere Risiko also kaum mehr kompensiert.

Risikoprämie für Aktien ist dahingeschmolzen

in %



Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Kein Wunder, nimmt das Interesse an Anleihen zu, was auch die vielen Leserfragen unterstreichen, die The Market zum Thema erhält. Nachdem die Anlageklasse während Jahren ein Mauerblümchendasein fristete und sich kaum jemand für sie interessierte, scheint die Zeit reif zu sein, das Know-how aufzufrischen. Was sind Bonds, welche Risiken enthalten sie, und worauf ist bei der Auswahl zu achten – das ist eine Auswahl der Fragen, die dieser Artikel zu beantworten versucht, wobei wir uns auf gängige Bonds beschränken.

Rendite ist im Voraus bekannt

Anleihen sind festverzinsliche Wertpapiere, wobei das eigentlich eine fehlerhafte Bezeichnung ist, gibt es doch auch variabel verzinsliche Papiere, deren Coupon in bestimmten zeitlichen Abständen an die Entwicklung eines Benchmark-Satzes – in der Regel ist das der Swapsatz oder der Libor/Saron – gekoppelt ist.

Sie sind aber weniger verbreitet als Papiere mit fixen Sätzen, auf die dieser Artikel fokussiert.

Anders als bei Aktien ist die Rendite, die der Anleger erzielen kann, beim Erwerb eines Bonds bekannt. Sie errechnet sich aus dem regelmässig – in der Regel jährlich – zu entrichtenden Zins, auch Coupon genannt, und dem Kursgewinn respektive -verlust, der sich daraus ergibt, dass sich der am Markt gehandelte Bondpreis gegen Ende der Laufzeit dem Nennwert – in der Regel beträgt er 100 – annähert.

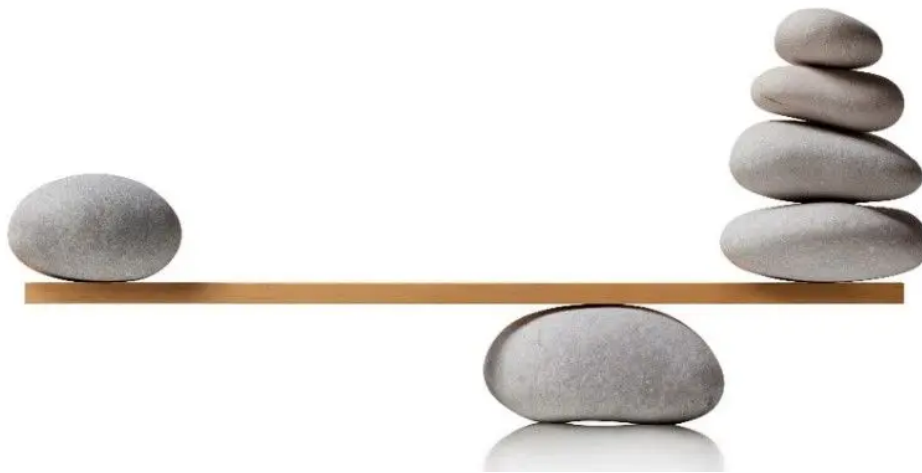
Allerdings gibt es drei Voraussetzungen, damit der Anleger die beim Kauf errechnete Rendite – auch Rendite auf Verfall oder Yield to Maturity genannt – tatsächlich einstreichen kann: Der Bond muss bis Verfall gehalten werden, der Schuldner darf nicht in Konkurs gehen, und der Bond sollte durch den Emittenten nicht vorzeitig gekündigt werden. Die Möglichkeit der vorzeitigen Kündigung muss im Angebotsprospekt vermerkt sein und dürfte nach dem scharfen Zinsanstieg der letzten Jahre derzeit kaum ausgeübt werden.

Kapitalschutz gilt nur per Verfall

Muss die Anleihe aus irgendwelchen Gründen während der Laufzeit abgestossen werden, können empfindliche Verluste drohen, wie die Silicon Valley Bank kürzlich schmerzlich erfahren musste. Weil immer mehr Anleger ihr Geld abzogen, war sie gezwungen, ihre in der Niedrigzinsphase erworbenen Bonds mit Abschlag zu verkaufen, bis sie schliesslich vom Staat geschlossen wurde.

Die steigenden Zinsen wurden für das Anlageportfolio der Silicon Valley Bank deshalb zum Problem, weil sich die Anleihenkurse gegenläufig zu den Zinsen bewegen. Ziehen die Zinsen am Anleihenmarkt an, sinkt der Kurs des Bonds, weil die Rendite bei fixiertem Coupon nur so auf das Marktniveau steigen kann. Umgekehrt verhält es sich bei sinkenden Marktzinsen – durch steigende Bondkurse sinkt die Rendite des Papiers auf das Marktniveau.

Das Zinsänderungsrisiko wird mit der Duration ausgedrückt. In ihrer ursprünglichen, nach ihrem Erfinder Frederick Macaulay benannten Form gibt sie an, nach wie vielen Jahren der Anleger das investierte Geld zurückerhält. Technisch ausgedrückt entspricht sie der mit den Cashflows – also Coupon und Rückzahlung – gewichteten Restlaufzeit des Bonds. Bildhaft entspricht sie dem Punkt, an dem die Waage im Gleichgewicht ist:



Quelle: Build Asset Management

Der grösste Cashflow ist in der Regel die Rückzahlung am Ende der Laufzeit. Sie dominiert deshalb auch die Duration. Der zweite Faktor ist die Höhe des Coupons – je höher, desto

schneller erhält der Anleger sein Geld zurück, desto niedriger ist also die Duration.

Oft beziehen sich Investoren auf die modifizierte Version, im Jargon Modified Duration genannt, wenn sie von der Duration sprechen. Sie gibt an, wie stark der Bondkurs prozentual schwankt, wenn sich das Zinsniveau um einen Prozentpunkt verschiebt. Beträgt die Duration 5, steigt der Bondkurs um 5%, wenn das Zinsniveau um einen Prozentpunkt sinkt – und umgekehrt bei anziehenden Zinsen. Auch hier gilt: je länger die Restlaufzeit und je niedriger der Coupon, desto höher die Duration.


Weil Anleger für das höhere Risiko entschädigt werden wollen, steigt mit der Laufzeit in der Regel auch die Rendite. Das ist der Grund, weshalb die Zinskurve meist aufwärts gerichtet ist. Derzeit ist sie allerdings vielerorts invers – längere Laufzeiten werfen also weniger ab als kürzere, weil Anleger davon ausgehen, dass die Notenbanken die Zinsen demnächst senken werden.

Trotz niedriger Rendite können lange Bonds outperformen

Damit lässt sich am kurzen Ende der Zinskurve momentan mit weniger Durationsrisiko eine höhere Rendite erzielen. Sollten die Zinsen aber tatsächlich sinken, würden die Kurse der länger laufenden Bonds wegen der höheren Duration stärker zulegen. Das ist der Grund, weshalb Jürg Lutz von dem auf Pensionskassen spezialisierten Schweizer Vermögensverwalter PK Assets derzeit auf lange Laufzeiten setzt.

Das zweite wichtige Risiko bei Bonds ist das Ausfall- oder Kreditrisiko, das sich mit den Ratings von Agenturen wie S&P, Moody's und Fitch einschätzen lässt. Dabei wird zwischen Bonds mit sogenannter Anlagequalität und hochverzinslichen oder – etwas weniger vornehm ausgedrückt – Junk Bonds unterschieden. Die Trennlinie zwischen Anlagequalität und Junk verläuft bei S&P und Fitch zwischen BBB– und BB+, bei Moody's liegt sie zwischen Baa3 und Ba1.

Credit Rating Scales by Agency, Long-Term

Moody's	S&P	Fitch			
Aaa	AAA	AAA	Prime		
Aa1	AA+	AA+	High grade		
Aa2	AA	AA			
Aa3	AA-	AA-			
A1	A+	A+	Upper medium grade		
A2	A	A			
A3	A-	A-			
Baa1	BBB+	BBB+	Lower medium grade		
Baa2	BBB	BBB			
Baa3	BBB-	BBB-			
Ba1	BB+	BB+	Non-investment grade speculative	"Junk" 	
Ba2	BB	BB			
Ba3	BB-	BB-			
B1	B+	B+	Highly speculative		
B2	B	B			
B3	B-	B-			
Caa1	CCC+	CCC	Substantial risk		
Caa2	CCC		Extremely speculative		
Caa3	CCC-		Default imminent with little prospect for recovery		
Ca	CC	CC			
	C	C			
C	D	D	In default		
/					
/					

WOLFSTREET.com

Quelle: Wolfstreet.com

Anleihen mit Anlagequalität sind wenig ausfallgefährdet, bei hochverzinslichen Papieren nimmt das Risiko mit absteigendem Rating überproportional zu, wie eine Auswertung von S&P für Unternehmensanleihen für die Jahre 1981 bis 2020 zeigt. So beträgt die maximale Verlustwahrscheinlichkeit im Bereich CCC/C fast 50%, während es bei BB-Papieren etwas mehr als 4% sind. Während der Finanzkrise 2008 fielen fast 30% der CCC/C-Anleihen aus, bei BB-Papieren waren es «nur» 0,8%.

Descriptive Statistics On One-Year Global Default Rates (%)

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C
Minimum	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.00
Maximum	0.00	0.38	0.39	1.02	4.24	13.84	49.46
Weighted long-term average	0.00	0.02	0.05	0.16	0.63	3.34	28.30
Median	0.00	0.00	0.00	0.06	0.58	3.44	25.78
Standard deviation	0.00	0.07	0.10	0.25	0.99	3.24	11.79
2008 default rates	0.00	0.38	0.39	0.49	0.81	4.11	27.27
Latest four quarters (2020Q1-2020Q4)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.93	3.52	47.48
Difference between last four quarters and weighted average	0.00	(0.02)	(0.05)	(0.16)	0.30	0.18	19.18
# of standard deviations		(0.28)	(0.52)	(0.61)	0.30	0.05	1.63

Sources: S&P Global Ratings Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

Quelle: S&P

Allerdings ist bei den Ratings Vorsicht angebracht. So hat S&P die Einstufung der Silicon Valley Bank erst am 10. März und damit am Tag ihres Untergangs von Anlagequalität auf CC reduziert. Auch in früheren Krisen glänzten die Ratingagenturen nicht mit vorausschauenden Analysen, sondern hinkten den Geschehnissen hinterher.

Wer absolute Sicherheit will, wählt Staatsanleihen von Industrieländern mit eigener Notenpresse, die in der Landeswährung ausgegeben werden – also bspw. Treasuries oder «Eidgenossen». Mitgliedländer der Eurozone haben dieses Privileg nicht, da sie weder den Euro noch andere Währungen

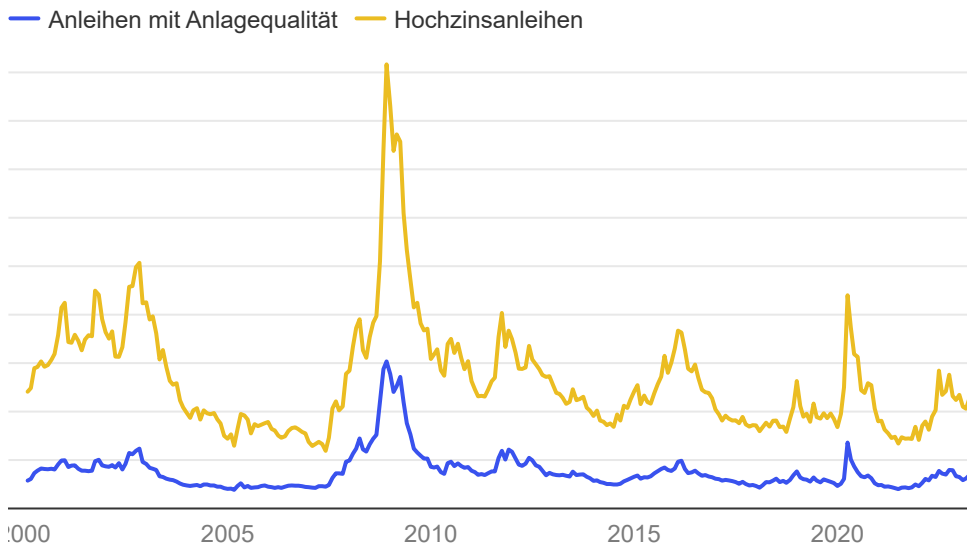
selbst drucken können, wie Griechenland oder Italien während der Eurokrise erfahren mussten. Auch in Schwellenländern kommt es immer wieder zu Problemen, weil die Verschuldung oft auf Hartwährungen wie den Dollar lautet, die sich ihrem Einfluss entziehen.

Spreads schwanken stark

Weil Unternehmensanleihen in der Regel ein höheres Ausfallrisiko aufweisen als Staatspapiere, werfen sie eine höhere Rendite ab. Dieser Aufschlag, auch Credit Spread oder nur Spread genannt, schwankt je nach Konjunkturlage und Stimmung der Anleger. In der Hochkonjunktur kommen die meisten Schuldner ihren Verpflichtungen nach, Anleger sind risikofreudig und akzeptieren deshalb enge Spreads. In der Rezession ziehen die Zahlungsausfälle an, Investoren wollen für die höheren Risiken entschädigt werden, und die Spreads schießen in die Höhe. Der beste Zeitpunkt, Unternehmensanleihen zu kaufen, ist bezeichnenderweise in der Panik. Besonders hohe Renditen bieten dann vor allem Anleihen minderer Qualität.

Spreads schwanken mit Anlegerstimmung

Renditedifferenz zu zehnjährigen US-Treasuries (in Prozentpunkten)



Grau schraffiert sind Rezessionen nach NBER

Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Allerdings sollten Anleger bei Junk Bonds wegen des höheren Ausfallrisikos nicht auf einzelne Papiere setzen, sondern aktiv verwaltete oder börsengehandelte Fonds (ETF) wählen, die breit diversifiziert sind. Bei Letzteren muss jedoch beachtet werden, dass sich die Duration der Benchmark-Indizes in den letzten Jahren deutlich verlängert hat, weil viele Unternehmen und Staaten die Niedrigzinsphase genutzt haben, um sich langfristig zu finanzieren. Das Zinsänderungsrisiko ist also markant gestiegen.

Dazu kommt, dass bei Bond-ETF die grössten Schuldner das höchste Gewicht erhalten. Das ist bei Frankenanleihen, wo «Eidgenossen» und Pfandbriefe dominieren (vgl. Grafik), weniger ein Problem als bei ETF auf Unternehmens-, Schwellenländer- oder weltweite Anleihen. Zudem müsse bei einem ETF genau analysiert werden, woraus er bestehe, sagt Lutz. «Ist er nur ein Bankanleihenvehikel, würde ich die Finger

davon lassen.» Dazu sei die physische Replikation zwingend, um ungewollte Gegenparteerisiken zu vermeiden.

Die zehn grössten Emittenten im Swiss Bond Index

Gewicht in %

Pfandbriefbank	15,43
Eidgenossenschaft	15,33
Pfandbriefzentrale	13,95
Kanton Genf	1,62
Zürcher Kantonalbank	1,35
Luzerner Kantonalbank	1,09
Roche	0,91
Stadt Zürich	0,87
Nestlé	0,84
Münchener Hypo	0,75

Grafik: themarket.ch • Quelle: SIX Group

Bei qualitativ guten Anleihen können Investoren auch Direktanlagen in Betracht ziehen, weil sich das Rückzahlungsprofil so den eigenen Bedürfnissen anpassen lässt und der Bond bis Verfall gehalten werden kann.

Worauf Privatanleger achten müssen

Beim Erwerb von Anleihen müssen Privatanleger zunächst auf die Stückelung achten, die auch als kleinste handelbare Einheit bezeichnet wird. Oft liegt sie bei einem Nominalbetrag von 5000 Fr., es gibt aber auch Papiere mit Einheiten von 50'000 oder 250'000 Fr., die sich primär an Institutionelle richten. Ebenso wichtig sind die Kosten, die beim Erwerb und beim Halten von Anleihen anfallen.

Gerade in Franken sind die Renditen trotz deutlichem Anstieg immer noch markant niedriger als in den USA und in der Eurozone. So wirft eine Anleihe der Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken, die im März 2024 fällig wird, derzeit 1,5% ab. Hohe Courtagen und Depotgebühren können demnach vor allem bei kurzer Laufzeit einen grossen Teil der Rendite wegfressen. Bei länger laufenden Bonds und langer Haltedauer fällt die Courtage weniger ins Gewicht, weil sie sich rechnerisch auf mehrere Jahre verteilt.

Ebenfalls wichtig ist es, vor dem Kauf die Geld-Brief-Spanne und das Handelsvolumen zu beachten. Gerade am Frankenkapitalmarkt versiegt die Liquidität nach Emission auch bei bekannten Schuldner und hohen Emissionsvolumen relativ schnell, weil die Bonds in den Portfolios der institutionellen Anleger «verschwinden».

Am besten erkundigt man sich bei der Hausbank, welche Bonds im Angebot sind, weil bessere Kurse gestellt werden, wenn die Bank Papiere in ihren Handelsbüchern hat. Alternativ zeigt die Webseite von The Market oder der Schweizer Börse die meistgehandelten Papiere oder die grössten Gewinner und Verlierer des Tages.

Währungsverlust kann Renditevorteil zunichtemachen

Die geringe Rendite von Frankenanleihen ist denn auch ein Wermutstropfen. Anleger sollten sich von den höheren Zinsen in den USA oder der Eurozone aber nicht allzu stark blenden lassen. Weil die Inflation in der Schweiz niedriger ist als im Ausland, wertet sich der Franken langfristig zu den meisten Valuten auf, was den Zinsvorteil in der Regel zunichtemacht

oder gar überkompensiert. Absichern bringt oft nichts, weil die Kosten der Zinsdifferenz entsprechen. In Franken denkende Privatinvestoren bleiben also trotz niedrigerer Rendite am besten in der Heimwährung.

Immerhin gibt es auch für sie ein Zückerchen: Viele der in der Niedrigzinsphase emittierten Bonds handeln heute teils deutlich unter pari, also unter dem Nennwert von 100. Halten Privatanleger den Bond bis Verfall, können sie die Differenz zum Nennwert als Kapitalgewinn einstreichen, der in der Schweiz im Gegensatz zum Coupon in der Regel von der Einkommenssteuer befreit ist. Auch die seit dem letzten Coupon aufgelaufenen Marchzinsen unterliegen in der Schweiz nicht der Einkommenssteuer, wenn der Bond verkauft wird. Dafür bezahlt der Käufer den gesamten Zins bei Fälligkeit des Coupons. Es lohnt sich daher, Bonds nicht kurz vor Zinsfälligkeit zu kaufen.

Eine Ausnahme von der obigen Regel gibt es allerdings: Ist die Gesamrendite bei der Emission mehr als doppelt so hoch wie die periodische Verzinsung, liegt eine überwiegende Einmalverzinsung vor, und der Kapitalgewinn muss versteuert werden. Für Anleihen, die im Negativzinsumfeld ausgegeben wurden, ist das aber kaum der Fall. Es lohnt sich jedoch, in der Kursliste der Eidgenössischen Steuerverwaltung nachzusehen, ob die Einmalverzinsung gegeben ist (wenn in der letzten, mit «IUP» für Intérêt Unique Prédominant bezeichneten Spalte ein Y steht). Privatanleger sollten solche Papiere meiden.

Der Coupon eines inländischen Emittenten unterliegt zudem der Verrechnungssteuer. Das gilt bei überwiegender Einmalverzinsung auch für den Kapitalgewinn. Wird die Anleihe von einem ausländischen Schuldner – dazu zählen auch

Tochtergesellschaften schweizerischer Unternehmen im Ausland
– begeben, entfällt die Verrechnungssteuer.

Derzeit nur gute Schuldner wählen

Angesichts des hohen Rezessionsrisikos empfiehlt Lutz nur Anleihen qualitativ guter Schuldner. Grundsätzlich gelte «je langweiliger, desto besser», weil sich die Bonität vieler Emittenten in den letzten Jahren «brutal verschlechtert» habe. «Wer besonders negativ ist, sollte nur «Eidgenossen» kaufen.»

Ebenfalls sehr hohe Qualität biete die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken, da die Titel vierfach gesichert seien (vgl. dazu Box am Ende des Artikels). Zudem böten sie derzeit eine attraktive Mehrverzinsung zu «Eidgenossen». Zehnjährige Papiere rentieren 1,9%, während «Eidgenossen» rund 1% abwerfen.

«Bei Unternehmensanleihen würde ich nicht unter ein Rating von A gehen», warnt Lutz. Als Beispiele für akzeptable Schuldner nennt er Baloise, BMW, Coca-Cola, Lindt & Sprüngli, Roche oder Swisscom. Sie alle haben Frankenpapiere ausstehend, die für eine Laufzeit von vier bis fünf Jahren zwischen 1,7 und 2% rentieren. Allerdings muss auch hier die Liquidität beachtet werden, die sich täglich ändert.

Auswahl an Frankenbonds

Die meisten der hier dargestellten Papiere zählten am Gründonnerstag zu den meistgehandelt

ISIN	Zins (in %)	Emittent	Verfall	Kurs
CH1184694714	1,25	Svenska Handelsbanken	24. Mai 2027	96,80
CH0188927450	1,50	Europäische Investitionsbank	2. August 2024	100,40
CH1194355108	1,63	Nestlé	15. Juli 2026	100,15
CH1194355108	0,15	Eli Lilly	24. Mai 2024	98,48
CH0317921663	0,38	Swisscom	31. März 2028	94,50
CH0224397171	0,50	Eidgenossenschaft	27. Mai 2030	96,75
CH0297974898	1,00	Coca-Cola	2. Oktober 2028	96,34
CH1166151907	0,75	Roche	25. Februar 2031	91,90
CH0278667107	0,13	Pfandbriefzentrale	12. März 2024	98,70



Besonderheit: quasistaatliche und forderungsbesicherte Anleihen



Eine Besonderheit in den USA sind Agency-Papiere, die von staatsnahen Unternehmen wie den beiden Hypothekenbanken Freddie Mac und Fannie Mae begeben werden. In vielen Ländern existieren quasistaatliche Schuldner – also bspw.

Telecomgesellschaften oder Versorger, an denen der Staat beteiligt ist oder gar die Mehrheit hält. Dazu kommen supranationale Organisationen wie die Weltbank oder die Europäische Investitionsbank sowie Kommunalanleihen, in den USA Municipal Bonds genannt. In der Schweiz treten viele Kantone und Städte als Emittenten auf.

Des Weiteren existieren forderungsbesicherte Wertpapiere wie Mortgage-Backed und Asset-Backed Securities, bei denen Hypotheken, Autokredite oder Kreditkartenschulden gebündelt werden. Eine Besonderheit in Europa und der Schweiz sind Pfandbriefe, die hierzulande von den beiden Pfandbriefbanken – genauer der Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken und der Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute – begeben werden. Pfandbriefe sind wie MBS ebenfalls durch Hypotheken besichert, die Forderung verbleibt aber anders als bei MBS bei der Bank. Die beiden Schweizer Pfandbriefbanken sind mit dem höchsten Gütesiegel AAA bewertet. Zwischenzeitliche Kursverluste wären bei einem Einbruch des Immobilienmarktes aber kaum zu vermeiden.

**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

**ANALYSE****Ausfall der AT1-Anleihen der Credit Suisse wirft grundlegende Fragen auf**

Die Finma hat CS-Anleihen im Wert von rund 16 Mrd. Fr. für wertlos erklärt. Die Eigner sind empört, und der Schritt verlangt nach rechtlicher und regulatorischer Klärung.

Ruedi Keller ✉ 21.03.2023

**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



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.