

Investment viewpoint

Ein besserer „Airbag“ lässt CHF-Anleihen attraktiv erscheinen

Nur für professionelle Anleger und qualifizierte Anleger in der Schweiz • Fixed Income

Oktober 2022

Das 1. Halbjahr 2022 zeigte, dass es möglich ist, selbst mit sicheren CHF-Anleihen schmerzhaft Verluste zu erleiden. So lag das Portfolio mit Schweizer Anleihen – nach vielen Jahren hervorragender Performance – zeitweise mit über 15% im Minus und entwickelte sich damit beinahe ebenso schwach wie Schweizer Aktien.¹

In diesem Kommentar untersuchen wir die Faktoren, die das Verlustpotenzial von risikolosen Anleihen beeinflussen. Dabei stellen wir fest, dass der bestehende Zinssatz wie ein Airbag wirkt und Verluste abfedert.

Gut zu wissen

- Das Verlustpotenzial von risikolosen Anleihen hängt von der Laufzeit und der Höhe des angenommenen Zinsanstiegs sowie vom jeweiligen Zinsniveau ab, insbesondere bei längeren Anlagezeiträumen
- Um bei diesem bildhaften Vergleich zu bleiben: Je höher das Zinsrisiko, desto grösser die Belastung für den verfügbaren Airbag. Noch entscheidender für die erwartete zukünftige Rendite ist jedoch die Dauer des Anlagehorizonts
- Ein etwas längerer Anlagehorizont, ein nicht allzu hohes Zinsrisiko und ein zusätzliches Kreditrisiko können dazu beitragen, bei CHF-Anleihen in den nächsten fünf Jahren für deutlich bessere Renditechancen zu sorgen

Entgegen der Theorie

Das 1. Halbjahr war aus Sicht der Asset Allocation besonders schmerzhaft, da von sicheren Anleihen normalerweise ein stabilisierender Effekt erwartet wird, wenn die Aktienmärkte fallen. Gemäss Theorie sollten Zinsen bei Einbrüchen an den Aktienmärkten sinken und so zumindest bei den risikolosen Anleihen zu positiven Renditen führen. Stattdessen ist das genaue Gegenteil eingetreten. Die Zinsen stiegen aufgrund von über den Erwartungen liegenden Inflationszahlen signifikant und vergleichsweise schnell an. Die Situation wurde durch die Tatsache erschwert, dass die Zinssätze zu Beginn des Jahres sehr niedrig waren. Damit boten sie praktisch keinen Puffer, um die Verluste aus den steigenden Zinssätzen abzufangen.



Markus Thöny
Head of Swiss Fixed Income



Philipp Burkhardt, CFA
Fixed Income Strategist
und Portfolio Manager

¹ Die Wertentwicklung in der Vergangenheit bietet keine Gewähr für künftige Ergebnisse.

Kommentar zur Rendite einer risikolosen Anleihe:

Die Rendite R einer risikolosen Anleihe in einem bestimmten Zeitraum lässt sich grob in zwei Komponenten aufteilen.

$$R \approx -\text{Duration} \cdot \Delta r + \text{„Einkommen“}$$

Bei der ersten Komponente handelt es sich um den Renditebeitrag, der sich aus der Zinsveränderung (Δr) ergibt. Die Grösse dieser Renditekomponente ist unabhängig vom aktuellen Zinsniveau und der Länge des Zeitraums, über den die Rendite der Anleihe berechnet wird. Sie wird hauptsächlich vom Zinsrisiko (Duration) der Anleihe und dem Ausmass der Zinsveränderung (Δr) bestimmt. Die zweite Renditekomponente beinhaltet das „Einkommen“, das die Anleihe im unterstellten Zeitraum einbringt. Dieser Beitrag hängt massgeblich vom Zinsniveau und der Länge des für die Renditeberechnung relevanten Zeitraums ab.

Während die Rendite einer risikolosen Anleihe über kurze Zeiträume (z.B. einen Tag) hauptsächlich von der ersten Renditekomponente bestimmt wird, nimmt die Bedeutung der zweiten Komponente in der Regel mit längeren Zeiträumen und höheren Zinssätzen zu. In einem Umfeld mit niedrigen Zinsen kann die zweite Komponente jedoch – selbst über längere Zeiträume – keinen nennenswerten Puffer bieten, um Verluste aus den steigenden Zinssätzen (aus der ersten Komponente) zu reduzieren.

Nicht jeder Zinsanstieg führt zu dem gleichen Verlust

Das Verlustpotenzial von risikolosen Anleihen hängt nicht nur von der Laufzeit und der Höhe des angenommenen Zinsanstiegs ab, sondern auch in erheblichem Masse vom jeweiligen Zinsniveau, insbesondere bei längeren Anlagezeiträumen. Eine risikolose Anleihe mit einer Laufzeit von fünf Jahren verliert – unabhängig vom Zinsniveau – aufgrund der ersten Renditekomponente 2,5% ihres Werts, wenn der Zinssatz um 0,5% steigt. Die zweite Renditekomponente hängt derweil sehr stark von der Zinshöhe und der Haltedauer ab. Wenn wir von einem Zeitraum von einem Jahr ausgehen und sich der Zinsanstieg gleichmässig über das Jahr verteilt, ergibt sich der „Jahresertrag“ aus dem Durchschnitt der Zinshöhe zu Beginn und am Ende des Jahres. Bei einem Anfangszinssatz von 0% und einem gleichmässig über das Jahr verteilten Anstieg des Zinssatzes um 0,5% ergibt sich ein Beitrag von rund +0,25% aus der zweiten Renditekomponente. Wenn dagegen ein Anfangszinssatz von 4% angenommen wird, resultiert die zweite Komponente in einem Beitrag von rund 4,25% in einem Jahr. Der gleiche Zinsschock von 0,5% führt also in einem Niedrigzinsumfeld zu einem jährlichen Verlust von 2,25%, während sich im Hochzinsumfeld ein Jahresgewinn von 1,75% ergibt. Somit wirkt das anfängliche Zinsniveau wie ein Airbag und kann Verluste abfedern. Die Qualität des Airbags hängt von der Höhe des Zinssatzes ab.

Mit anderen Worten: In einem Umfeld mit höheren Zinssätzen ist ein grösserer Zinsanstieg nötig, damit die Rendite einer risikolosen Anleihe negativ wird. Während die jährliche Rendite im Beispiel einer risikolosen Anleihe mit einer Laufzeit von fünf Jahren im ersten Fall (Zinsniveau von 0%) bei einem Zinsanstieg immer negativ ist, wäre im zweiten Fall (Zinsniveau von 4%) ein Zinsanstieg von 0,89% und mehr nötig, damit die jährliche Rendite negativ wird. Wenn die Laufzeit dagegen auf zehn Jahre verdoppelt wird, ist die jährliche Rendite bei einer angenommenen Zinshöhe von 4% bereits bei einem Zinsanstieg von 0,42% negativ. Somit hängt es nicht nur von der Höhe des Zinsanstiegs und der Höhe des Zinssatzes ab, wann die entsprechenden Renditen negativ werden, sondern auch vom angenommenen Zinsrisiko. Um bei diesem bildhaften Vergleich zu bleiben: Je höher das Zinsrisiko, desto grösser die Belastung für den verfügbaren Airbag.

Im aktuellen Umfeld wirkt die Verlängerung des Anlagehorizonts nahezu Wunder

Noch entscheidender für die erwartete zukünftige Rendite ist jedoch die Dauer des Anlagehorizonts. Je länger der Horizont, umso grösser ist der Beitrag der zweiten Renditekomponente, da die Erträge im Laufe der Zeit stetig höher werden. Der Airbag, der die Verluste aus steigenden Zinssätzen und Kreditrisikoprämien abfedert, ist entsprechend grösser und besser.

Die folgende Tabelle zeigt die annualisierten erwarteten Renditen einer 10-jährigen Schweizer Staatsanleihe über einen

Anlagehorizont von fünf Jahren. Als Basis dient die Zinshöhe (bzw. die Eidgenossen-Renditekurve) vom 15. September 2022.

10-jährige Eidgenossen	Veränderung der Zinsen über 5 Jahre							
	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	1,83%	1,07%	0,36%	-0,31%	-0,93%	-1,51%	-2,05%	-2,55%

Quelle: Bloomberg, LOIM per 15. September 2022. Nur zur Veranschaulichung.

Wenn die Zinsen in den nächsten fünf Jahren gleichmässig verteilt um 1% steigen (oder 0,2% pro Jahr), erleiden 10-jährige Eidgenossen im Durchschnitt rund 0,31% pro Jahr. Wenn die Laufzeit dagegen auf fünf Jahre reduziert wird und eine Anlage in

einer 5-jährigen Schweizer Staatsanleihe angenommen wird, wäre ein Zinsanstieg um fast 0,5% pro Jahr (oder 2,5% über fünf Jahre) erforderlich, damit die Anleihe einen durchschnittlichen jährlichen Verlust erleidet.

5-jährige Eidgenossen	Veränderung der Zinsen über 5 Jahre								
	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	
	1,20%	0,95%	0,71%	0,49%	0,27%	0,07%	-0,12%	-0,30%	

Quelle: Bloomberg, LOIM per 15. September 2022. Nur zur Veranschaulichung.

Die langfristigen Renditeerwartungen werden noch besser, wenn man anstelle der risikolosen 5-jährigen Eidgenossen eine 5-jährige BBB-Anleihe betrachtet. Diese weist heute eine zusätzliche durchschnittliche Kreditrisikoprämie von ca. 2% auf. Diese zusätzliche Kompensation für das Kreditrisiko trägt dazu bei, mögliche Verluste aus zukünftigen Zinserhöhungen und möglicherweise auch eine weitere Ausweitung der

Kreditrisikoprämien abzufangen. Wie die folgende Szenarioanalyse für die angenommene 5-jährige BBB-Anleihe zeigt, würde selbst eine Verdopplung der aktuellen Kreditrisikoprämien für BBB-Anleihen und ein gleichmässiger Zinsanstieg um 3% in den nächsten fünf Jahren immer noch in einem durchschnittlichen positiven Renditebeitrag von stolzen 1,17% jährlich resultieren.

5-jährige BBB-Anleihe		Veränderung der Zinsen über 5 Jahre								
		-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	
Relative Spreadveränderung über 5 Jahre	-50%	3,66%	3,41%	3,18%	2,95%	2,74%	2,53%	2,34%	2,16%	
	0%	3,14%	2,89%	2,65%	2,43%	2,22%	2,01%	1,82%	1,64%	
	50%	2,95%	2,70%	2,46%	2,23%	2,02%	1,82%	1,63%	1,45%	
	100%	2,67%	2,42%	2,18%	1,96%	1,74%	1,54%	1,35%	1,17%	

Quelle: Bloomberg, LOIM per 15. September 2022. Nur zur Veranschaulichung.

Ein etwas längerer Anlagehorizont, nicht zu viel Zinsrisiko sowie zusätzliche Kreditrisiken können helfen, die Renditeaussichten von CHF-Anleihen in den nächsten fünf Jahren deutlich zu verbessern.

Die folgenden zwei Tabellen zeigen die erwarteten durchschnittlichen jährlichen Renditen des SBI AAA-BBB Index und des SBI A-BBB Index für diesen Zeitraum.

SBI AAA-BBB Index		Veränderung der Zinsen über 5 Jahre								
		-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	
Relative Spreadveränderung über 5 Jahre	-50%	2,64%	2,18%	1,76%	1,38%	1,04%	0,73%	0,45%	0,19%	
	0%	2,39%	1,93%	1,51%	1,13%	0,79%	0,48%	0,19%	-0,06%	
	50%	2,29%	1,83%	1,41%	1,03%	0,69%	0,38%	0,10%	-0,16%	
	100%	2,15%	1,69%	1,27%	0,89%	0,55%	0,24%	-0,04%	-0,30%	

SBI A-BBB Index		Veränderung der Zinsen über 5 Jahre								
		-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	
Relative Spreadveränderung über 5 Jahre	-50%	3,20%	3,02%	2,85%	2,69%	2,55%	2,42%	2,30%	2,19%	
	0%	2,77%	2,58%	2,41%	2,26%	2,11%	1,98%	1,87%	1,76%	
	50%	2,60%	2,42%	2,25%	2,09%	1,95%	1,82%	1,70%	1,60%	
	100%	2,37%	2,18%	2,01%	1,86%	1,72%	1,59%	1,47%	1,36%	

Quelle: Bloomberg, LOIM per 15. September 2022. Nur zur Veranschaulichung.

Die vergleichsweise langen Zinsrisiken (Duration von ca. 7 Jahren) und der geringe Anteil an Unternehmensanleihen (ca. 25%) führen dazu, dass das Renditepolster des SBI AAA BBB Index etwas kleiner ist und im Falle eines signifikanten Anstiegs der Zinssätze und einer Spreadausweitung völlig aufgezehrt wird. Der SBI A-BBB Index, der

eine Duration von rund 4,3 Jahren aufweist und fast ausschliesslich aus Unternehmensanleihen besteht, würde indes in keinem Szenario über einen Anlagehorizont von fünf Jahren einen durchschnittlichen jährlichen Verlust erleiden.

WICHTIGE HINWEISE

Nur für professionelle Anleger.

Dieses Dokument wird von Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited herausgegeben, einer von der britischen Finanzaufsichtsbehörde FCA zugelassenen und regulierten Gesellschaft, die unter der Registernummer 515393 im FCA-Register eingetragen ist. Lombard Odier Investment Managers („LOIM“) ist ein Markenname. Dieses Dokument wird ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt und stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers oder einer Dienstleistung dar. Es ist nicht für den Vertrieb, die Veröffentlichung oder die Verwendung in Rechtsordnungen bestimmt, in denen ein solcher Vertrieb, eine solche Veröffentlichung oder eine solche Verwendung unrechtmässig wäre. Dieses Dokument enthält keine personalisierten Empfehlungen oder personalisierte Beratung und ersetzt keinesfalls eine professionelle Beratung zu Anlagen in Finanzprodukten. Bevor ein Anleger eine Transaktion eingeht, sollte er die Eignung einer Transaktion für seine besonderen Umstände sorgfältig prüfen und, falls erforderlich, unabhängige professionelle Beratung in Bezug auf Risiken sowie rechtliche, regulatorische, kreditrechtliche, steuerliche und buchhalterische Konsequenzen einholen. Dieses Dokument ist Eigentum von LOIM und wird den Empfängern ausschliesslich zum persönlichen Gebrauch überlassen. Es darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung von LOIM weder ganz noch teilweise reproduziert, übertragen, verändert oder für andere Zwecke verwendet werden. Dieses Dokument gibt die Meinungen von LOIM zum Datum seiner Veröffentlichung wieder. Weder das vorliegende Dokument noch Kopien davon dürfen in die USA, in die Gebiete unter der Hoheitsgewalt der USA oder in die der Rechtsprechung der USA unterstehenden Gebiete versandt, dorthin mitgenommen, dort verteilt oder an US-Personen bzw. zu deren

Gunsten abgegeben werden. Als US-Person gelten zu diesem Zweck alle Personen, die US-Bürger oder -Staatsangehörige sind oder ihren Wohnsitz in den USA haben, alle Personengesellschaften, die in einem Bundesstaat oder Gebiet unter der Hoheitsgewalt der USA organisiert sind oder bestehen, alle Kapitalgesellschaften, die nach US-amerikanischem Recht oder dem Recht eines Bundesstaates oder Gebiets, das unter der Hoheitsgewalt der USA steht, organisiert sind, sowie alle in den USA ertragssteuerpflichtigen Vermögensmassen oder Trusts, ungeachtet des Ursprungs ihrer Erträge. Quelle der Zahlen: Sofern nicht anders angegeben, wurden die Zahlen von LOIM erstellt. Obwohl bestimmte Informationen aus als zuverlässig erachteten öffentlichen Quellen stammen, können wir ohne unabhängige Überprüfung weder die Richtigkeit noch die Vollständigkeit aller aus öffentlichen Quellen verfügbaren Informationen garantieren. Die in diesem Dokument geäusserten Ansichten und Einschätzungen dienen ausschliesslich Informationszwecken und stellen keine Empfehlung von LOIM zum Kauf, Verkauf oder Halten von Wertpapieren dar. Die Ansichten und Einschätzungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt dieses Dokuments und können sich ändern. Sie sollten nicht als Anlageberatung ausgelegt werden. Dieses Dokument darf ohne vorherige Genehmigung von Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited weder vollständig noch auszugsweise (i) in irgendeiner Form oder mit irgendwelchen Mitteln kopiert, fotokopiert oder vervielfältigt oder (ii) an Personen abgegeben werden, die nicht Mitarbeiter, leitende Angestellte, Verwaltungsratsmitglieder oder bevollmächtigte Vertreter des Empfängers sind. Im Vereinigten Königreich gilt dieses Dokument als Werbematerial für Finanzprodukte und wurde durch Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited genehmigt, die von der FCA zugelassen ist und von ihr beaufsichtigt wird. ©2022 Lombard Odier IM. Alle Rechte vorbehalten.