

Investment viewpoint

Einschätzung Schweizer Anleihen: Was sagt uns der Kurs einer Anleihe?

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

Juli 2023

Anders als Aktienkurse sind Anleihenkurse in der Regel deutlich stärker abhängig von systematischen Faktoren als von unternehmensspezifischen Zahlen. Mit anderen Worten: Sie hängen im Allgemeinen von Elementen ab, die über die fundamentale Bewertung des zugrunde liegenden Unternehmens hinausgehen. Der vorliegende Artikel erklärt in vereinfachter Form, welche Eigenschaften die Anleihenkurse beeinflussen.

Gut zu wissen

- Anhand von fünf verschiedenen Schweizer Anleihen erläutern wir, wie die potenzielle Rendite abgeschätzt werden kann und erklären, warum erste Schlussfolgerungen häufig zu kurz greifen
- Die Renditeaussichten von Anleihen hängen von vielen verschiedenen Faktoren ab; der Kurs allein sagt nicht viel aus
- Wir veranschaulichen anhand von Beispielen, welche Rolle Elemente wie Couponhöhe und Restlaufzeit spielen



Markus Thöny
Head of Swiss Fixed Income



Philipp Burckhardt, CFA
Fixed Income Strategist
und Portfolio Manager

Der Anleihenkurs allein sagt wenig über die zu erwartende Rendite aus

Wir betrachten zunächst fünf auf Schweizer Franken lautende Anleihen. Für jede von ihnen geben wir die ISIN, den Namen des Emittenten und den Kurs per 31. Mai 2023 an. Wir gehen im Übrigen davon aus, dass alle Anleihen bei Fälligkeit zu 100 zurückgezahlt werden. Nun stellt sich die Frage: Welche Anleihe verspricht die höchste Rendite?

DIE FÜNF UNTERSUCHTEN CHF-ANLEIHEN¹

Anleihen	ISIN	Name des Emittenten	Kurs
Bond 1	CH0579132918	Stadt Lugano	48,18
Bond 2	CH0224397007	Schweizer Eidgenossenschaft	141,87
Bond 3	CH0009755197	Schweizer Eidgenossenschaft	169,87
Bond 4	CH0184249990	Schweizer Eidgenossenschaft	102,34
Bond 5	CH0553695088	Andermatt Swiss Alps AG	102,88

Quelle: Bloomberg per 31. Mai 2023. Nur zur Veranschaulichung.

¹ Ein Hinweis auf ein bestimmtes Unternehmen oder Wertpapier stellt keine Empfehlung zum Kauf, Verkauf, Halten oder für eine Direktinvestition in das Unternehmen oder Wertpapier dar. Es kann nicht davon ausgegangen werden, dass sich künftige Empfehlungen gewinnbringend auswirken oder eine Performance zur Folge haben werden, die derjenigen der in diesem Dokument beschriebenen Wertpapiere entspricht.

Bei einer pragmatischen Herangehensweise könnte man die erste, von der Stadt Lugano begebene Anleihe für die beste halten (denn sie scheint das grösste Aufwärtspotenzial zu haben). Die zweite und die dritte Anleihe (die von der Schweizer Eidgenossenschaft begeben wurden) erscheinen ungünstig, weil sie bis zur Fälligkeit an Wert verlieren werden. Die letzten zwei Anleihen scheinen hingegen weder viel Aufwärtspotenzial noch viel Abwärtspotenzial zu haben, denn sie notieren bereits in der Nähe von 100.

Im Folgenden zeigen wir, warum diese Schlussfolgerungen zu kurz greifen und in der Regel nicht zutreffen. Die Renditeaussichten einer Anleihe hängen von vielen verschiedenen Faktoren ab und können nicht direkt vom aktuellen Kurs abgeleitet werden.

Bestimmungsfaktoren des Kurses

Theoretisch leitet sich der Kurs einer Anleihe von der Summe aller abgezinsten zukünftigen Zahlungsströme (Cashflows) ab. Er entspricht somit im Allgemeinen dem Barwert des zugrunde liegenden Cashflow-Stroms. Folglich hängt der Kurs einer Anleihe von zwei zentralen Faktoren ab: der Struktur des Cashflow-Stroms (Höhe und Timing der Cashflows) und der Abzinsungskurve.

Der Cashflow-Strom einer Anleihe mit festem Coupon wird üblicherweise bei der Emission der Anleihe festgelegt und ist daher zu jeder Zeit bekannt. Die Abzinsungskurve hängt indes vom jeweiligen Marktumfeld und von den Eigenschaften des zugrunde liegenden Schuldners ab. Sie passt sich also ständig an und ändert sich dynamisch.

Rendite auf Verfall (Yield to Maturity, YTM)

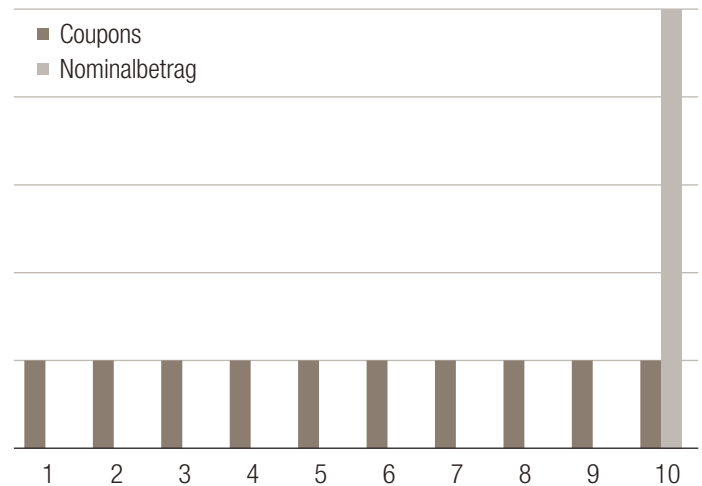
In der Praxis werden Anleihen häufig anhand der Rendite auf Verfall verglichen. Die Verfallrendite entspricht dem Niveau der flachen Abzinsungskurve, welche bei Verwendung in der Barwertformel genau den beobachteten Marktkurs der betreffenden Anleihe ergibt. Umgekehrt ausgedrückt: Wenn alle zukünftigen Couponzahlungen einer Anleihe sofort auf ein Bankkonto mit einem Garantiezins in Höhe der Rendite auf Verfall eingezahlt werden, entspricht die Verfallrendite der Anleihe ihrer realisierten annualisierten Rendite (ein potenzieller Ausfall wird dabei ausgeschlossen).

VERGLEICH DER RENDITEN AUF VERFALL

Anleihen	ISIN	Name des Emittenten	Wertpapierbeschreibung	Kurs	YTM
Bond 1	CH0579132918	Stadt Lugano	Lugano 0.15 11/28/70	48,18	1,78
Bond 2	CH0224397007	Schweizer Eidgenossenschaft	Suisse 2 06/25/64	141,87	0,84
Bond 3	CH0009755197	Schweizer Eidgenossenschaft	Suisse 4 01/06/49	169,87	0,97
Bond 4	CH0184249990	Schweizer Eidgenossenschaft	Suisse 1 1/2 07/24/25	102,34	1,00
Bond 5	CH0553695088	AnderMatt Swiss Alps AG	Andsal 4 3/8 12/11/25	102,88	4,03

Quelle: Bloomberg per 31. Mai 2023.¹

FIG. 1 CASHFLOW-STROM EINER ANLEIHE MIT FESTEM COUPON



Quelle: LOIM. Nur zur Veranschaulichung.

Beispielsweise bedeutet eine Rendite auf Verfall von 4,03% für die Anleihe von Andermatt Swiss Alps¹, dass der verbleibende Cashflow-Strom mit einer flachen Renditekurve in Höhe von 4,03% abgezinst werden muss, um einen Barwert von 102,88 zu erhalten. Oder umgekehrt ausgedrückt: Wenn die Anleihe bis zur Fälligkeit nicht ausfällt und die zwei verbleibenden Coupons auf ein Bankkonto mit einem Zins von 4,03% eingezahlt werden, beträgt die erwartete annualisierte Rendite dieser Anleihe bis zur Fälligkeit 4,03%.

Ein Blick auf die Spalte Rendite auf Verfall zeigt, dass die drei Schweizer Staatsanleihen unabhängig von der Restlaufzeit ungefähr die gleiche Rendite von rund 1% aufweisen. Das lässt sich mit der derzeit sehr flachen (oder sogar inversen) Renditekurve von Schweizer Staatsanleihen erklären. Im aktuellen Marktumfeld müssen längerfristige Anleihen nicht wie üblich eine zusätzliche Laufzeitprämie bieten.

Die Verfallrendite der ersten, von der Stadt Lugano begebenen Anleihe wird mit 1,78% angegeben. Während eine höhere Renditeprämie gegenüber Schweizer Staatsanleihen unter Risiko-Ertrags-Gesichtspunkten plausibel erscheint, ist dieser Renditewert auf den ersten Blick schwer mit dem beobachteten Kurs zu vereinbaren.

An dieser Stelle kommen die Höhe des Coupons und die – in der Spalte Wertpapierbeschreibung zu findende – Restlaufzeit ins Spiel. Je länger die Laufzeit, desto mehr abgezinsten Coupons fließen in der Berechnung des Nettobarwerts ein. Je höher der Coupon, umso höher sind der Barwert jedes Coupons und letztlich der Kurs der Anleihe. Ein ganz entscheidender Faktor ist zudem, ob die Couponhöhe der Anleihe über oder unter der aktuellen Abzinsungskurve liegt.

Coupons und Kurven

Hier ein einfaches Beispiel: Die folgende Tabelle zeigt eine hypothetische zehnjährige Anleihe mit einem Coupon von 2%. Bei einer flachen Abzinsungskurve in Höhe von 2% ergibt sich ein Kurs von 100. Steigt die flache Abzinsungskurve über 2%, fällt der Kurs der Anleihe unter 100. Die Anleihe mit einem Coupon von 2% ist in einem Umfeld mit höheren Zinsen weniger attraktiv und daher weniger wert. Fällt jedoch die flache Abzinsungskurve unter 2%, steigt der Kurs über 100, da die Anleihe mit einem Coupon von 2% in diesem Niedrigzinsumfeld attraktiv erscheint.

Die drei Schweizer Staatsanleihen notieren über 100, weil ihre Coupons über der aktuellen Renditekurve der Schweizer Staatsanleihen liegen. Der Coupon der von der Stadt Lugano begebenen Anleihe (0,15%) liegt dagegen deutlich unter ihrer Abzinsungskurve. Ausserdem wird die Anleihe im Jahr 2070 fällig, sodass die Rückzahlung des Nominalbetrags vergleichsweise stark abgezinst wird. Deshalb notiert die Anleihe der Stadt Lugano derzeit unter 50.

Der Anleihe der Stadt Lugano verhilft hauptsächlich der Pull-to-Par-Effekt über die nächsten fast 50 Jahre zu einer Rendite auf Verfall von 1,78%. Der Beitrag der Coupons ist indes sehr gering.

Auf der anderen Seite führt der Pull-to-Par-Effekt bei der im Jahr 2049 fälligen Schweizer Staatsanleihe zu einem erwarteten Verlust von fast 70%. Die über die verbleibenden 26 Jahre erwarteten Couponzahlungen von 4% pro Jahr ergeben jedoch einen Couponertrag von insgesamt über 100%. Beide Komponenten zusammen führen schliesslich zu einer positiven Verfallrendite von fast 1%.

Die von Andermatt Swiss Alps AG begebene Anleihe¹ notiert aktuell leicht über 100, hat aber eine Rendite auf Verfall von rund 4%. Sie liegt deutlich über der Rendite auf Verfall der ebenfalls 2025 fälligen Schweizer Staatsanleihe. Da die Kurse der beiden Anleihen ungefähr gleich sind, muss die Anleihe von Andermatt Swiss Alps eine höhere Rendite auf Verfall haben. Ihr Coupon beträgt 4,375%, während jener der Schweizer Staatsanleihe bei 1,5% liegt. Das erfordert eine deutlich höhere Abzinsung, um dasselbe Kursniveau zu erreichen.

Insgesamt sagt der Kurs einer Anleihe allein nicht viel über das erwartete Renditepotenzial aus. Auf den ersten Blick scheint die Rendite auf Verfall eine bessere Abschätzung zu ermöglichen. Doch wie es der Name bereits nahelegt, bezieht sich die Rendite auf Verfall immer auf das Fälligkeitsdatum, welches bei Anleihen bekanntlich stark variieren kann. Die Rendite auf Verfall sagt daher zum Beispiel wenig über die im nächsten Jahr zu erwartende Rendite aus. Um das zu verstehen, genügt ein Blick auf die im Jahr 2022 realisierten Anleihenrenditen. Diese fielen aufgrund der stark steigenden Zinsen deutlich negativ aus, auch wenn einige Anleihen beim Start ins Jahr bereits positive Verfallrenditen verzeichneten.

Um sinnvolle Aussagen über die erwarteten Renditen von Anleihen im nächsten Jahr zu machen, ist eine Szenarioanalyse erforderlich. Dies wird Thema eines zukünftigen Arbeitspapiers sein.

FÜR DIE ANALYSE HERANGEZOGENE HYPOTHETISCHE ZEHNJÄHRIGE ANLEIHE

Fälligkeit	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Kurs
Cashflow	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	102%	
YTM 2%	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,84	100%
YTM 3%	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,76	91%
YTM 1%	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,92	109%

Quelle: LOIM.

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.

Dieses Dokument ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung genehmigt.

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. Anleger sollten vor Abschluss eines Geschäfts die Eignung der Transaktion für ihre besonderen Umstände sorgfältig prüfen und, falls erforderlich, unabhängigen professionellen Rat in Bezug auf Risiken sowie rechtliche, regulatorische, kreditrechtliche, steuerliche und buchhalterische Konsequenzen einholen.

Die britischen Vorschriften für den Schutz von Kleinanlegerinnen und Kleinanlegern im Vereinigten Königreich sowie der Anspruch auf Entschädigungsleistungen im Rahmen des britischen Financial Services Compensation Scheme gelten nicht für Anlagen oder Dienstleistungen, die von einer ausländischen Person („Overseas Person“) bereitgestellt bzw. erbracht werden.

Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte und Informationen zur Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken ist erhältlich unter <https://am.lombardodier.com/home/asset-management-regulatory-disc.html>.

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 Einschätzungen 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 und wurde durch Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited genehmigt, die von der Financial Conduct Authority zugelassen ist und von ihr beaufsichtigt wird.

©2023 Lombard Odier IM. Alle Rechte vorbehalten.