

Finanzmarkt-Fokus «Obligationen»

17. November 2022

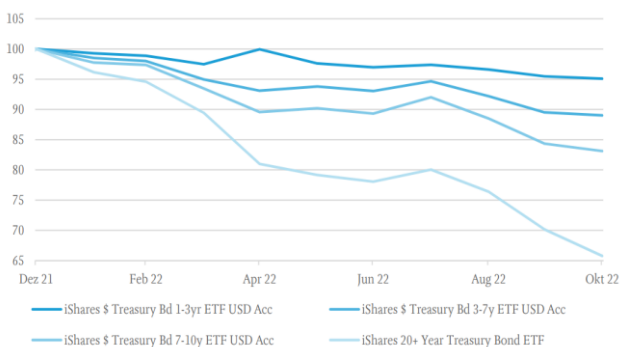
Das Jahr 2022 war geprägt von einer hartnäckigen Inflation, welche die Notenbanken veranlasste, an der Zins-schraube zu drehen. Die Zinserhöhungen führten bei Obligationen zu einer erhöhten Volatilität und zu einer Bewertungskorrektur. Die erfreuliche Nachricht ist, dass die Renditen von Obligationen kräftig angestiegen sind und Obligationen nun deutlich attraktiver bewertet sind, als noch vor einem Jahr. Auch wenn die Zinsen kurzfristig noch ansteigen könnten, erwarten wir, dass der Inflations- und Zinshöhepunkt näher rückt. Vor diesem Hintergrund könnte ein Auf- bzw. Ausbau einer Obligationenposition interessant sein.

Tom Eyer, Fondsanalyst

Zinsanstieg führte zu Bewertungskorrektur

Die hartnäckige Inflation veranlasste in den vergangenen Monaten die Notenbanken - allen voran die Federal Reserve (Fed), aber auch die Europäische Zentralbank (EZB) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) - dazu, die Zinsen anzuheben. Die dadurch gestiegenen Marktzinsen führten zu tieferen Obligationenpreisen. Bei Anleihen gilt generell, dass die Kurse von Obligationen bei steigenden Marktzinsen fallen und umgekehrt. Je kürzer die Laufzeit, je früher und je häufiger Kuponzahlungen erfolgen und je höher diese sind, desto niedriger ist die Duration einer Anleihe und desto geringer die Zinssensitivität. Eine tiefere Duration ist somit bei steigenden Marktzinsen vorteilhaft. Entsprechend haben seit Jahresanfang Anleihen mit einer hohen Duration stärker korrigiert als jene mit einer kürzeren Duration (Abb. 1).

Abb. 1: Performance ausgewählter US-Staatsanleihen



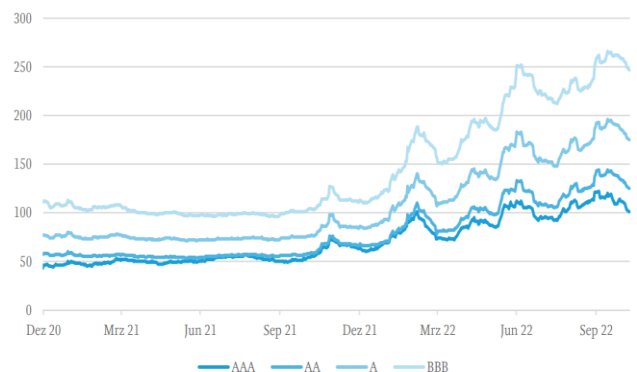
Performance ausgewählter US-Staatsanleihen-ETFs mit unterschiedlicher Duration, per 31.12.2021 auf 100 indiziert, in USD
Quellen: Morningstar, LUKB

Steigende Konjunkturangst führt zu höheren Risikoprämien

Im bisherigen Jahresverlauf führten die höheren Zinsen und die Abkühlung der Konjunktur zu einem Anstieg der Kreditrisikoprämien. Je geringer die Bonität eines Emittenten ist, desto höher wird in einer Wirtschaftsabschwächung die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls bzw. das Risiko

einer Ratingherabstufung und desto höher steigt die Risikoprämie, auch Kreditrisikoprämie oder Credit Spread genannt (Abb. 2). Entsprechend ist die Differenz der Credit Spreads von Unternehmensanleihen zu Staatsanleihen in den letzten 18 Monaten angestiegen. Gut ersichtlich ist, dass der Anstieg umso grösser war, je geringer die Bonität ist. Anleihen mit einem grösseren Anstieg verzeichneten stärkere Kursrückgänge.

Abb. 2: Risikoprämien von EUR-Unternehmensanleihen



Risikoprämien von EUR-Unternehmensanleihen verschiedener Bonitätssegmente (Investment Grade Bereich) gegenüber Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit, in Basispunkten
Quellen: Refinitiv, LUKB

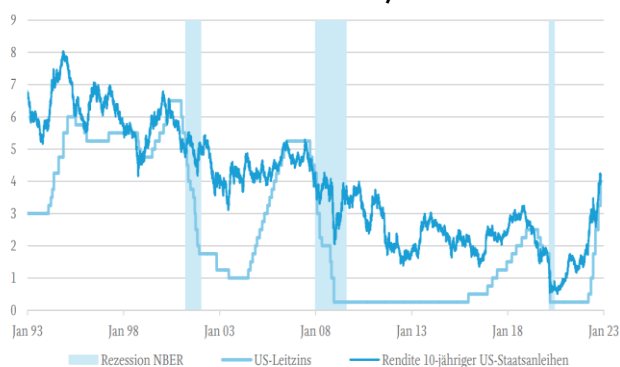
Wann kommt der Inflations- und Zinspeak?

Mit der Zinserhöhung Anfang November 2022 um 75 Basispunkte wurde der Leitzins in den USA von der Fed auf 3.75 bis 4.0 % angehoben. Dies war der vierte grosse Zinsschritt in Folge. Damit befindet sich der Leitzins in einem Bereich, der die US-Wirtschaft nun deutlich einbremsen dürfte. Möglich haben wir in den USA den Inflationspeak bereits gesehen. Angesichts der weiterhin hohen Inflationsrate scheint es aber wahrscheinlich, dass die Fed noch weitere Zinsschritte vollziehen wird, um die Inflationsrate weiter zu senken. Allerdings erwarten wir, dass die Fed den Leitzins künftig moderater anheben wird. Wir rechnen damit, dass der Leitzins im Frühjahr 2023 den Peak bei einem Niveau

von rund 5 % erreicht. Ähnlich schätzen wir es für die Eurozone und die Schweiz ein, wo wir einen Leitzinsanstieg bei der EZB in den Bereich von 2.25 % bzw. bei der SNB auf 1.5 % erwarten.

In der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass die Renditen von Anleihen mit längeren Laufzeiten ihren Höhepunkt in der Regel gegen Ende eines Zinserhöhungszyklus der Notenbanken erreichen und noch vor dem letzten Leitzinsanstieg zu sinken beginnen (Abb. 3). Sinkende Leitzinsen haben auf Anleihenkurse einen positiven Kurseffekt, es sei denn, die Risikoprämien steigen, was vor allem bei Unternehmensanleihen tieferer Bonität der Fall sein kann.

Abb. 3: US-Leitzins vs. Rendite zehnj. Staatsanleihen

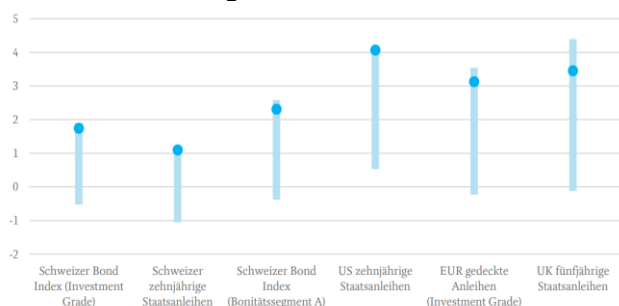


US-Leitzins, Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen (beides in %) und Rezessionsphasen der US-Wirtschaft gemäss NBER
Quellen: Bloomberg, LUKB

Obligationen mit attraktiven Renditen

Nachdem Obligationen im Tiefzinsumfeld der letzten Jahre wenig interessant waren, hat sich die Attraktivität von Anleihen im Jahr 2022 grundlegend verbessert. Mittlerweile weisen Anleihen Renditen auf, die nahe ihres Zehnjahres-Höchstwerts liegen und die wir als interessant erachten (Abb. 4). Zudem hat sich durch den Renditeanstieg das Chancen-Risikoprofil deutlich verbessert. Ein weiterer kräftiger Renditeanstieg, der mit deutlichen Kursverlusten verbunden wäre, scheint uns bei Staatsanleihen mit mittlerer Duration eher unwahrscheinlich.

Abb. 4: Renditen ausgewählter Indizes



Renditen ausgewählter Indizes, in %; hellblau: Spanne der letzten 10 Jahre basierend auf Monatsdaten, dunkelblau: aktueller Wert
Quellen: Bloomberg, LUKB

Durch den Anstieg der Kreditprämien sind auch die Bewertungen bei risikoreicheren Obligationen wie beispielsweise den Unternehmensanleihen interessanter geworden. Selektiv können sich bei Unternehmensanleihen in den nächsten Monaten interessante Anlagenchancen ergeben. Eine Konjunkturabkühlung dürfte in den aktuellen Risikoprämien eingepreist sein. Sollte eine kräftige Rezession in den USA und Europa eintreten, dann könnten sich die Risikoaufschläge weiter erhöhen, was mit Kursverlusten verbunden wäre. Wir gehen aber nicht von einer ausgeprägten Rezession in den genannten Regionen aus.

Aufgrund der rasch steigenden Renditen hat es sich im Jahr 2022 gelohnt in Obligationen mit kurzer Duration investiert zu sein. Nach dem kräftigen Zinsanstieg und in Erwartung weiterer Zinserhöhungen, was vor allem einen Zinsanstieg am kurzen Ende der Zinskurve zur Folge hat, könnte eine mittlere Durationspositionierung inzwischen angebracht sein. Wenn der Inflations- und Zinspeak erreicht ist und/oder es zu einer Wirtschaftsabkühlung kommt, könnte eine weitere Erhöhung der Duration lohnenswert sein.