

CJM-Standpunkt

Obligationen im Wandel: Szenarien und Strategien für die neue Ära

Die letzten 40 Jahre waren eine aussergewöhnlich erfolgreiche Zeit für Obligationen. Vieles deutet darauf hin, dass diese Zeit vorbei ist. Steigende Staatsverschuldung und Zentralbanken, welche diese finanzieren müssen. Die wirtschaftlichen Realitäten werden Anlegern und Anlegerinnen viel abfordern. Wir zeichnen möglich Szenarien und Strategien für Obligationenanlagen auf.

Vorbei sind die Zeiten, als Obligationen ein stabiler Anker für das Portfolio waren

Inflation und hohe Staatsdefizite als Herausforderungen

Die Zukunft in Szenarien

Lohnen sich globale Anleihen für CHF-Anleger?

Die goldenen Jahre der Obligationen sind vorbei

Die Stabilität eines Portfolios erfordert eine solide Komponente mit Festverzinslichen: daran besteht kein Zweifel. Die letzten 40 Jahre waren eine aussergewöhnlich erfolgreiche Zeit für Obligationen. Sinkende Zinsen führten zu stetigen Kursgewinnen und machten Anleihen zu einem verlässlichen und profitablen Stabilitätsanker in vielen Portfolios. Dies trug massgeblich zum Erfolg des klassischen 40/60-Portfolios bei.

Nun aber deutet vieles auf einen Wendepunkt hin: Einerseits könnte die Inflation angesichts neuer Handelskonflikte dauerhaft Bestand haben, was nominal höhere Zinsen begünstigen könnte. Andererseits stellt sich die Frage, wie die hohen Haushaltsdefizite und steigende Staatsverschuldung in den Industrienationen zukünftig finanziert werden.

Was bedeuten diese Entwicklungen für Anleger mit CHF-Verpflichtungen?

Zukünftig dürfte eine Buy-and-Hold Strategie breit-diversifizierter Anleihen Funds nicht mehr die angemessene Strategie sein. Im ersten Teil dieser Publikation leiten wir vier verschiedene Szenarien her und präsentieren für jedes Szenario den optimalen Obligationenmix. Ähnlich den Charakteren aus Sergio Leones Meisterwerk The Good, the Bad and the Ugly sind jedoch nicht alle Szenarien rosig. Doch mit einem geschickten Einsatz der Anlagekategorien können Portfoliomanager immer noch eine solide Rendite erzielen - ähnlich wie die Westernhelden im Film, die letztlich den Schatz finden.

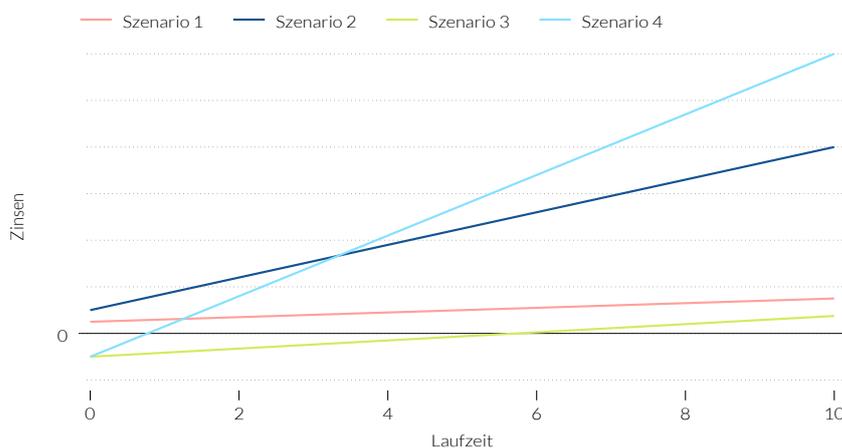
Ausserdem dürfte der Druck zu niedrigen Zinsen für eine starke Währung wie den Schweizer Franken bestehen bleiben. Damit werden CHF-Anleger auch in Zukunft attraktive Alternativen zu CHF-Obligationen suchen wollen. Ob und wann sich dies lohnt schauen wir uns im zweiten Teil dieser Publikation genauer an.

Abb. 1: Mögliche Szenarien für die Anleihemärkte



Quelle: CJM Consulting

Abb. 2: Mögliche Entwicklung der Zinskurve unter verschiedenen Szenarien



Stellen Investoren die Zahlungsfähigkeit des Staates in Frage, steigen die Zinsen und die Zinskurve wird steiler, die Anleihenurse fallen (Szenario 2 und 4). Kaufen die Zentralbanken Anleihen und beherrschen den Markt, kann sich die Zinskurve wieder abflachen (Szenario 3).

Quelle: CJM Consulting

Glaubwürdigkeit von Staatsfinanzen und Zentralbanken wird nicht in Frage gestellt

Anleihen mit langer Duration zahlen sich aus

Szenario 1: «The Good» Stabiles Zinsumfeld

In diesem Szenario bleibt die Inflation moderat und das Zinsumfeld stabil, obwohl die Staatsverschuldung zunimmt. Die Zahlungsfähigkeit der Staaten und die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken wird von den Märkten nicht in Frage gestellt. Die Zinskurve ist relativ flach (rote Linie in Abb. 2), die *Term Premium* tief. Das ist das Bild, welches sich aktuell in der Schweiz abzeichnet oder bis ins Jahr 2022 in Deutschland zu sehen war.

Eine solche wirtschaftliche Lage schafft ein günstiges Umfeld für festverzinsliche Anlagen mit längerer Duration, da das Risiko steigender Zinsen, das zu Kursverlusten führen könnte, tief ist und die langfristigen Zinsen etwas höher sind. Da die Zinsen insgesamt jedoch tief sind, ist das Renditepotenzial limitiert. Bessere Renditemöglichkeiten gibt es möglicherweise in qualitativ guten Unternehmens- und Staatsanleihen in Fremdwährungen.

Starker Zinsanstieg - Markt verlangt eine Risikoprämie angesichts steigender Staatsdefizite und -verschuldung

Finanzrepression, um den Staatsbankrott zu verhindern

Anleihen mit langer Duration zahlen sich aus

Szenario 2: «The Bad 1» Bondrevolte

In diesem Szenario wollen Anleger für das steigende Risiko von Staatsbankrotten entschädigt werden und die mittel- und langfristigen Zinsen steigen stark an (dunkelblaue Linie in Abb. 2). Die Märkte protestieren, es kommt zur «Bondrevolte». Als Anschauungsbeispiel für dieses Szenario dient Grossbritannien im Herbst 2022, als die Verfallrenditen auf Anleihen nach der Präsentation des Haushaltbudgets stark anstiegen und die Kurse einbrachen.

Ein solches Umfeld stellt eine erhebliche Herausforderung für klassische Anleihen dar, insbesondere für solche mit langer Duration. Um sich gegen dieses Risiko abzusichern, sind kurzfristige Obligationen die bevorzugte Wahl. Diese reagieren weniger empfindlich auf steigende Zinsen und bieten eine stabilere Wertentwicklung. Zusätzlich profitieren variabel verzinsliche Anleihen von der Zinserhöhung, da ihre Kupons periodisch an das aktuelle Zinsniveau angepasst werden. In einem solchen Marktumfeld ist eine flexible Anlagestrategie entscheidend. Durch die Fokussierung auf kürzere Laufzeiten und variabel verzinsten Wertpapiere lässt sich das Zinsänderungsrisiko deutlich reduzieren.

Szenario 3: «The Bad 2» Japanisierung

In diesem Szenario greift die Zentralbank massiv in den Anleihenmarkt ein, indem sie grossflächig Anleihen kauft, um die Zinsen niedrig zu halten. Gleichzeitig senkt sie die Leitzinsen - wenn es die Inflation zulässt, auch in den negativen Bereich. Die Zentralbank verfolgt eine Politik der Finanzrepression, um einen Staatsbankrott zu verhindern. Die Zinskurve wird flach und liegt im negativen Bereich oder um die Nulllinie (gelbe Linie in Abb. 2). Dieses Vorgehen, das in Japan bereits Realität ist, kann funktionieren, solange die Inflation unter Kontrolle bleibt. Gleichzeitig nimmt aber der Druck auf die Währung zu, wie dies der starke Kurszerfall des japanischen Yen in den letzten Jahren beweist.

Da die Zinsen auf einem niedrigen Niveau verharren und nicht mehr sinken, gewinnen langfristige Obligationen an Attraktivität.

Abb. 3: Mögliche Szenarien und Anleihestrategien

	Szenario 1 "The Good" Stabiles Zinsumfeld	Szenario 2 "The Bad 1" Bondrevolte	Szenario 3 "The Bad 2" Japanisierung	Szenario 4 "The Ugly" Kontrollverlust
Staats- und IG-Anleihen, lange Duration				
Staats- und IG-Anleihen, kurze Duration				
Staats- und IG-Anleihen, variabel verzinst (Floaters)				
Inflationsgeschützte Anleihen				
Hochzinsanleihen				
Schwellenländeranleihen				
Fremdwährungsanleihen hedgen	Nicht zwingend	Nicht zwingend	zwingend	zwingend

Währung muss zwingend abgesichert werden

Glaubwürdigkeitsverlust rundum - die Anleihemärkte lassen sich nicht mehr kontrollieren

Höchstens inflationsgeschützte Anleihen als Option

Gleichzeitig zwingt das Umfeld Investoren dazu, nach Alternativen zu suchen. In diesem Kontext rücken Unternehmensanleihen, High-Yield-Anleihen, Emerging-Market-Bonds sowie alternative Anlagen wie Private Debt in den Fokus.

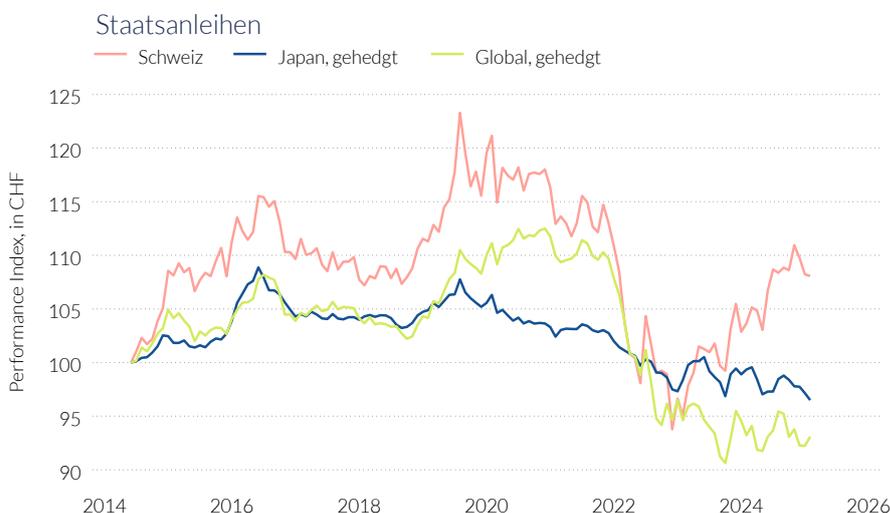
Kaufen Anleger diese Anleihen aus einer anderen Währungszone heraus, ist es essenziell, die Fremdwährung konsequent abzusichern. Die Hedging-Kosten sind aufgrund der tiefen Zinsen moderat. Das macht diese Strategie effizient und ermöglicht eine Stabilisierung des Portfolios. So hat sich der Kauf japanischer Staatsanleihen (gehedgt) für CHF-Anleger zwischen 2014 und 2022 trotz der tiefen Verfallrenditen und des Zerfalls des Yens (-80% gegenüber dem Franken) gelohnt. Siehe Abbildung 4.

Szenario 4: «The Ugly» Kontrollverlust

In diesem Szenario steigt die Inflation. Aufgrund der sehr hohen Staatsverschuldung kann die Zentralbank die Inflation nicht mit höheren Leitzinsen bekämpfen. Das führt zu einem Vertrauensverlust und die Anleihemärkte verlangen höhere Risikoprämien. Die Märkte fürchten, dass die Inflation ausser Kontrolle geraten könnte. Der Zentralbank gelingt es nicht mehr, die Zinsen auf Anleihen zu stabilisieren und die mittel- und langfristigen Zinsen steigen.

Infolgedessen verlieren klassische festverzinsliche Anlagen mit fixen Kupons drastisch an Wert. Um sich in einem solchen Umfeld zu schützen, sind Inflation-Linked Bonds die bevorzugte Wahl, da sie ihre Kupons und Rückzahlungen an die unerwartete Inflationsentwicklung koppeln und somit einen realen Werterhalt ermöglichen. In einem solchen Krisenszenario ist es entscheidend, das Portfolio aktiv zu managen und einen starken Fokus auf inflationsgeschützte Instrumente sowie anpassungsfähige Anleihenstrategien zu legen. In diesem Szenario sind die Obligationen allgemein eine suboptimale Anlagekategorie.

Abb. 4: Performanceentwicklung von Staatsanleihen Schweiz, Welt und Japan gemessen in CHF - letzte 10 Jahre



Japanische Staatsanleihen, gehedgt, mit einem deutlich stabileren Performanceverlauf dank grossflächiger Intervention der Zentralbank. Die Währungsabsicherung war in dieser Phase jedoch essentiell: Der Yen hat sich in dieser Zeitspanne gegenüber dem Franken halbiert.

Quelle: CJM Consulting

Langlaufende Anleihen mit langer Duration besonders anfällig

Flexibles Management

Schlechter Track Record

Steilheit der Zinskurve ist entscheidend

Zukunft könnte öfters Chancen bieten

Währungsrisiko überschattet Zinsrisiko

Fazit: Flexibilität statt Tradition

Die Paradigmen der letzten 40 Jahre gelten am Anleihenmarkt nicht mehr. Die vergangenen zwei Jahre haben eindrücklich gezeigt, wie schnell Zinsen steigen können und welche drastischen Auswirkungen dies auf Obligationen hat. Die einst als sicher geltenden Anlagen mit langer Duration haben sich in einem Umfeld steigender Zinsen als anfällig erwiesen.

Aktuell sind die Zinsen in Schweizer Franken noch tief, während Fremdwährungsobligationen höhere Renditen bieten, aber auch mit zusätzlichen Risiken verbunden sind. Dies erfordert eine differenzierte Anlagestrategie: Eine kluge Kombination aus soliden CHF-Obligationen, inflationsgeschützten Papieren, variabel verzinsten Anleihen und einer gezielten Fremdwährungsabsicherung kann helfen, Renditechancen zu nutzen und Risiken zu minimieren. In einem sich wandelnden Zinsumfeld ist ein flexibles Management entscheidender denn je.

Die goldenen Jahre sind vorbei, die Zukunft ist komplizierter. Chancen bietet der Anleihemarkt trotzdem. Im Westernfilm finden alle drei Helden den Schatz. Mit einer flexiblen und differenzierten Positionierung kann man auch im Obligationenportfolio den Schatz finden.

(Wann) Lohnen sich globale Anleihen für CHF-Anleger?

Langfristig haben sich globale Anleihen weder in der gehedgten noch in der ungehedgten Version für Anleger mit dem Franken als Heimwährung gelohnt. Das zeigen die Abbildungen 5-7 deutlich.

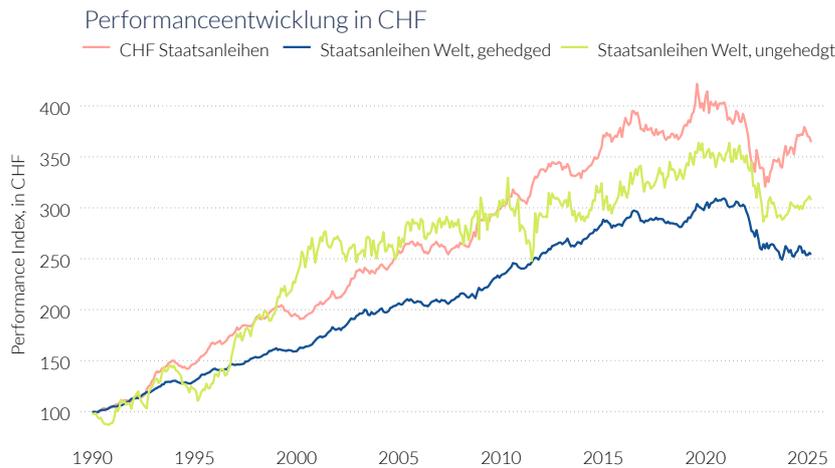
Gehedgte, globale Anleihen lohnen sich nur dann, wenn die Zinskurve ausserhalb der Schweiz deutlich steiler ist als in der Schweiz. Das heisst, wenn mit langlaufenden Anleihen eine deutlicher höhere Verfallrendite erzielt werden kann als für kurzlaufende Anleihen oder Geldmarktanlagen.

Das war in der Vergangenheit nicht oft der Fall und ist es auch heute nicht. In der Zukunft könnte dies jedoch durchaus öfter der Fall sein, insbesondere in Szenario 2 und 4.

Hegdgen oder nicht?

Globale Anleihen sind in Fremdwährungen emittiert. Anleger gehen mit dem Kauf dieser Anleihen also Währungsrisiken ein. Diese Währungsrisiken sind deutlich höher sind als die Risiken der Anleihen. Anstelle von Anleihen legen sich Anleger in erster Linie Fremdwährungen ins Portfolio, womit der Zweck von Anleihen, nämlich das Portfolio zu stabilisieren, untergraben wird. Die Währungsabsicherung reduziert die langfristige Volatilität von globalen Anleihen von rund 11%

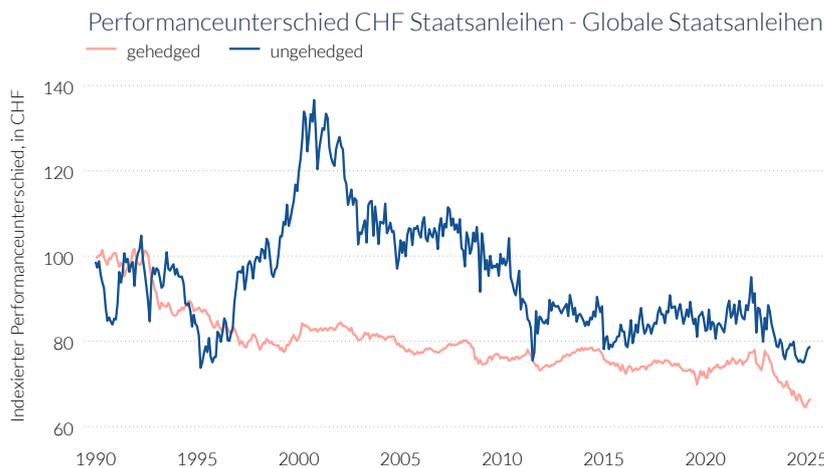
Abb. 5: Performanceentwicklung von Staatsanleihen Schweiz, Global gehedgt und Global ungehedgt in CHF



Global Staatsanleihen anstelle von CHF-Anleihen haben sich für Anleger in der langen Frist nicht gelohnt. Wurden diese ungehedgt gekauft, legten sich Anleger vor allem Fremdwährungsrisiken ins Portfolio.

Quelle: CJM Consulting

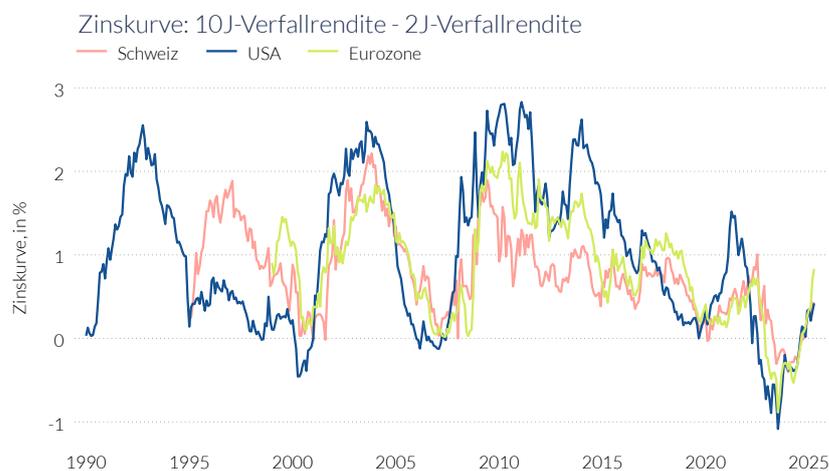
Abb. 6: Indexierter Performanceunterschied zwischen Staatsanleihen Schweiz und Staatsanleihen Global



Die Abbildung zeigt der indexierte Performanceunterschied zwischen CHF-Anleihen und globalen Anleihen, gehedgt und ungehedgt. Phasenweise hat sich der Kauf von globalen Anleihen anstelle von CHF-Anleihen gelohnt, in der langen Frist jedoch nicht.

Quelle: CJM Consulting

Abb. 7: Indexierter Performanceunterschied zwischen Staatsanleihen Schweiz und Staatsanleihen Global gehedgt



Die Abbildung zeigt den Unterschied der Verfallrendite von lang- und kurzlaufenden Anleihen, Nur wenn dieser Zinsunterschied ausserhalb der Schweiz deutlich höher ist als in der Schweiz (die Zinskurve deutlich steiler) lohnt sich der Kauf von globalen Anleihen.

Quelle: CJM Consulting

RECHTLICHE HINWEISE

Diese Publikation wurde durch CJM Investment Consulting erstellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und / oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und /oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von CJM Investment Consulting weder reproduziert noch vervielfältigt werden. CJM Investment Consulting untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. CJM Investment Consulting ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

IMPRESSUM

Herausgegeben von: CJM Investment Consulting

Autoren: Christa Janjic-Marti, christa@cjm-consulting.ch; Moreno Zanetti moreno.zanetti@gvsg.ch

Konzeption: CJM Investment Consulting

Gestaltung: VIZUAL, Luzern.

Redaktionsschluss: 2. Mai 2025