

Es wird Zeit, das Bond-Portfolio neu zu erfinden

Staatsanleihen bringen weder positive Renditen, noch kompensieren sie Verluste an den Aktienmärkten

ANNE-BARBARA LUFT

Rund die Hälfte aller Franken-Unternehmensanleihen hat eine negative Rendite – nur 5% rentieren höher als 1%. Schweizer Staatsanleihen – egal welcher Laufzeit – werden mit negativem Vorzeichen gehandelt. Doch die niedrigen und negativen Zinsen sind nicht der einzige Grund, warum Anleger ihre Obligationen-Portfolios grundsätzlich überdenken müssen.

Konjunkturelle Abschwächungen oder geopolitische Krisen gehen Hand in Hand mit Verlusten an den Aktienmärkten, diese Kurseinbussen konnten früher – wenigstens zum Teil – mit Gewinnen an den Anleihemärkten kompensiert werden. Die Notenbanken reagierten mit Zinssenkungen auf die Situationen dieser Art, was zu einem Anstieg der Bond-Kurse führt.

Doch diese Zeiten sind vorbei. Im März löste der Ausbruch der Corona-Pandemie in Europa Kurseinbrüche an den Aktienmärkten aus, gleichzeitig verbuchten Staatsanleihen – mit Ausnahme von Schweizer und deutschen Bundesanleihen – einen massiven Renditeanstieg. Ausser der US-Notenbank Federal Reserve hatten die Zentralbanken keinen Spielraum mehr, die Zinsen zu senken. Heute steht den Währungshütern ein viel umfangreicheres Instrumentarium zur Verfügung. «Darauf müssen Investoren ihr Portfolio ausrichten. Das Balancieren von Aktien und Staatsanleihen allein funktioniert in diesem Umfeld nicht mehr», sagt Maurice Pedernana, geschäftsführender Partner und Chefökonom der Zugerberg Finanz.

Bonds dürfen nicht fehlen

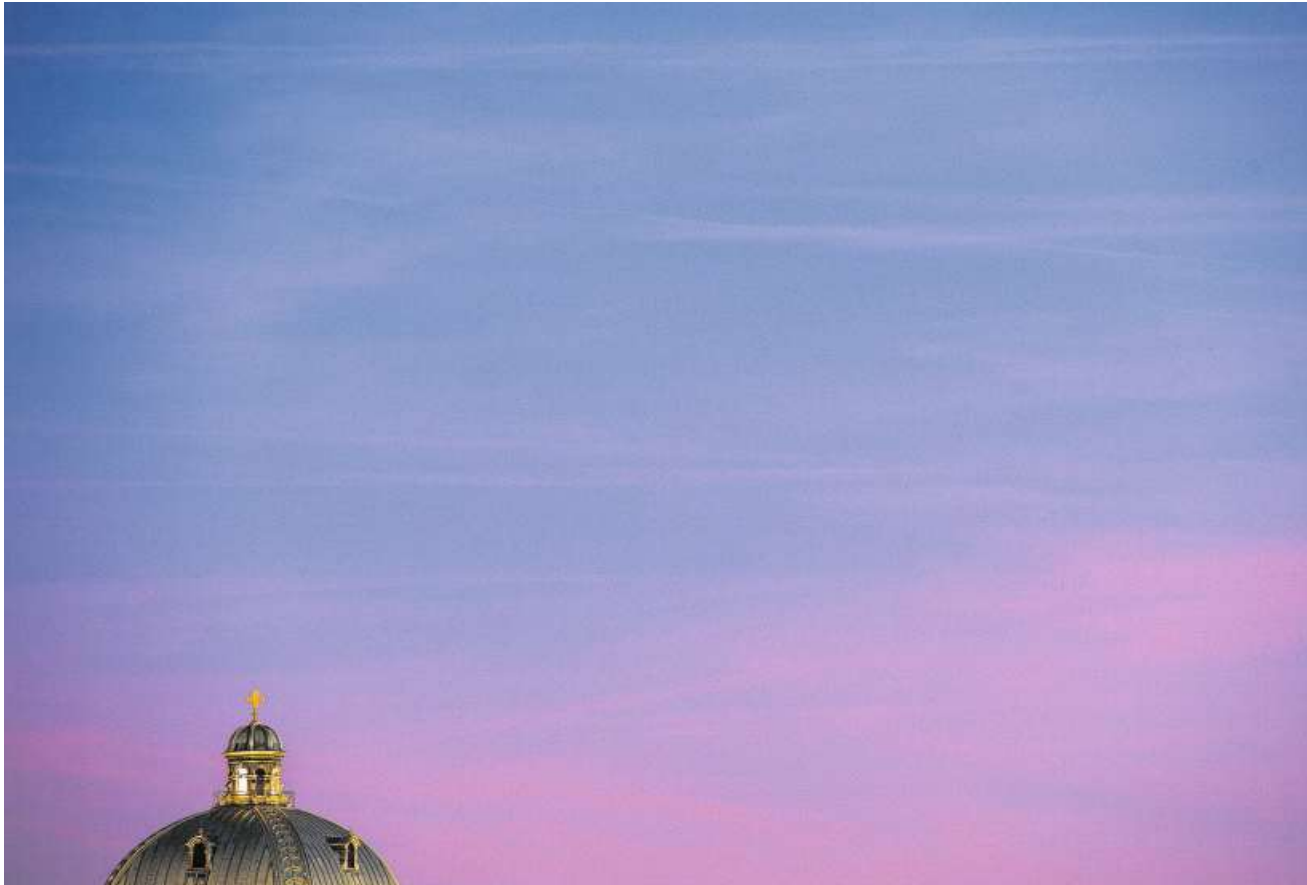
Festverzinsliche Wertpapiere sollten auch im Niedrigzinsumfeld ein fester Bestandteil eines gut diversifizierten Portfolios sein. Doch bei der Anlagestrategie müssen Investoren radikal umdenken. Mit Buy-and-hold-Strategien, bei denen Obligationen bis zum Verfall gehalten und regelmässig Zinszahlungen eingestrichen werden, können Anleger nur verlieren.

Auch in Deutschland, den Niederlanden, Dänemark und Finnland gibt es keine Staatsanleihen mit positiver Verzinsung mehr. Anleger stehen vor der schwierigen Frage: Woher soll die Rendite kommen? «Den Aktienanteil immer weiter zu erhöhen oder verstärkt in Immobilien zu investieren, ist einseitig und daher riskant», meint Pedernana, der an der Hochschule Luzern Bank- und Finanzwirtschaft lehrt, warnend. Investoren bleibe nichts anderes übrig, als ihr Anleihenspektrum auszuweiten.

Anlegern, die aufgrund der niedrigen und negativen Zinsen den Anleihemärkten den Rücken kehren, entgehen ausgezeichnete Anlagechancen. «Der Obligationenmarkt ist deutlich vielfältiger als der Aktienmarkt. Wer beispielsweise in den US-Autobauer Ford investieren möchte, findet am Aktienmarkt einen Titel, am Bond-Markt hingegen kann der Anleger aus mehr als hundert Papieren mit verschiedenen Laufzeiten, Währungen sowie Vor- und Nachrangigkeit wählen», hebt Finanzmarkt-Experte Pedernana hervor. Diese Vielfalt macht Investitionen an den Obligationenmärkten auf der einen Seite schwieriger, auf der anderen Seite eröffnet sie zahlreiche Anlagechancen – beispielsweise bei schwächeren Bonitäten.

Diversifikation als Lösung

Trotz der Corona-Pandemie und den gravierenden Folgen für die Konjunktur sind die Ausfallraten in Europa noch relativ niedrig. Diese werden aber in den kommenden Monaten zunehmen, sagt Fabian Keller, Senior Credit Analyst und Partner der Independent Credit View. Bei der Auswahl der Emittenten müssen Investoren daher selektiv sein und deren



Schweizer «Eidgenossen» bringen keine positive Rendite (im Bild die Bundeshauskuppel).

ANTHONY ANEX / KEYSTONE

Bonität überwachen, um Verschiebungen bei der Kreditqualität frühzeitig zu erkennen und im Bond-Portfolio die Spreu vom Weizen zu trennen. Nur so können Investitionsmöglichkeiten optimal genutzt und böse Überraschungen vermieden werden. Zurzeit bevorzugt Kredit-Experte Keller defensive Sektoren wie Software, Pharma, Telekom oder Versorger. Aber auch robuste zyklische Emittenten mit schwächeren Ratings im Bereich «BBB» oder sogenannte Hochzinsanleihen – bekannt als High-Yield-Bonds – im «BB»-Bereich erachtet er als interessant.

Die Europäische Zentralbank (EZB) kauft zwar auch Firmenanleihen, aber zum Kaufprogramm zählen bisher nur Obligationen des Investment-Grade-Segments. Am Markt wird darüber spekuliert, dass Europas Notenbank ab Dezember auch so genannte «Fallen Angels» in ihr Programm aufnehmen könnten. Dabei handelt es sich um Bonds von Emittenten, die aufgrund einer Rating-Herabstufung in den Non-Investment-Bereich abgerutscht sind. Die US-Notenbank Fed kauft bereits seit Anfang April Exchange-Traded Funds (ETF) dieser Papiere.

Die EZB könnte dem Vorbild der US-Notenbank folgen. Anleihen von Firmen mit der Rating-Note «BBB» machen mittlerweile über die Hälfte des gesamten Anleihemarktes aus, Marktbeobachter rechnen mit einer Vielzahl fallender Engel und spannenden Gelegenhei-

ten im oberen Hochzinsbereich. Der untere Bereich des europäischen High-Yield-Segments, Bonds mit den Rating-Noten «CCC», ist mit einem Anteil von 5% sehr klein. Die Auswahl in diesem Segment ist also begrenzt. Bessere Anlagemöglichkeiten finden sich bei Anleihen mit den Noten «BB» und «B».

Für eine spezielle Situation

Vor allem für Investoren, die sich angesichts der hohen Bewertungen bei Aktien eine gewisse Absicherung gegen Kursverluste wünschen, sind Convertible Bonds – also Wandelanleihen – eine interessante Lösung. Diese Zinspapiere können in einem bestimmten Zeitrahmen in Aktien des Emittenten umgewandelt werden. Trotz der sehr guten Kursentwicklung in diesem Jahr gibt es noch attraktive Gelegenheiten, sagt Susanne Kundert Ruoss, Leiterin Anleihen Spezialitäten bei der zur Zürcher Kantonalbank gehörenden Swisscanto Invest. Der Markt für globale Wandelanleihen sei in diesem Jahr deutlich gewachsen und habe somit auch an Diversifikation gewonnen, für Investoren sei das eine willkommene Entwicklung. Kundert hält vor allem Wandelanleihen aus den Bereichen Technologie, Pharma und Telekommunikation für interessant.

Eine besondere Form der Wandelanleihe sind Coco-Bonds (Contingent Convertible Bonds). Diese Titel werden von Banken emittiert und verpflichten den Investor zum Wandeln, sobald ein bestimmtes Ereignis eintritt, beispielsweise das Absinken des Eigenkapitalquote. Für Privatanleger sind diese Anleihen nicht als Direktinvestition zu empfehlen, aufgrund der hohen Stückelung ist dies auch praktisch kaum möglich. Darüber hinaus sind Cocos ungeeignet für Buy-and-hold-Strategien.

Gefragt sind daher aktiv verwaltete diversifizierte Portfolio-Lösungen, die auch auf diese nachrangigen Bankanleihen (CoCos) setzen. In der aktuellen Marktphase seien Coco-Bonds von soliden, vor allem europäischen Banken vorzuziehen, sagt Bond-Expertin Kundert. Da in den Schwellenländern eher mit Ausfällen bei Firmenschulden gerechnet wird, sollten etwa Cocos von Banken, die in Südamerika stark engagiert sind, eher gemieden werden.

Bei der Auswahl von Coco-Bonds spielt nicht nur das Rating eine Rolle, sondern vor allem die Kernkapitalquote des Finanzinstituts. Banken, die zuletzt

keine Dividende ausgeschüttet, sondern Kapital zurückbehalten haben, konnten diese Kennzahl verbessern. Im Vergleich zu Firmen guter Kreditqualität sind die Bewertungen von Cocos attraktiv. Hinzu kommt, dass Coco-Bonds weniger zinssensitiv als andere Anleihen des Investment-Grade-Universums sind, das macht diese Titel für den Fall steigender Zinsen widerstandsfähiger als andere Anleihekategorien.

Höhere Renditen finden Investoren auch in den Schwellenländern. Die Risikoaufschläge für Firmen-Bonds der Emerging Markets sind immer noch höher als vor der Corona-Pandemie. Dabei halten es viele Marktbeobachter inzwischen für unzeitgemäss, Volkswirtschaften wie China überhaupt noch als Schwellenland zu bezeichnen. Sowohl in China als auch in Indien gibt es Zinspapiere von zahlreichen hervorragenden Technologieunternehmen, die attraktive Renditen bieten.

Auswahl des Fonds

Anleger, die ihr Portfolio mit Spezialanleihen, High-Yield-Bonds oder Titeln aus Emerging Markets ergänzen wollen, bleibt kaum etwas anderes übrig, als dies über Fonds oder ETF zu tun. Auf der Suche nach einem guten Produkt sollten Anleger unbedingt auf die Gebühren achten. In volatilen Marktphasen lohnt sich das Anlegen in aktive Portfolios. Die Unterschiede bei den Gebühren sind hier aber sehr gross. Die geeignete Kennzahl ist die TER (Total Expense Ratio), die einen einfachen Gebührenvergleich ermöglicht. Bei aktiv verwalteten Obligationen-Fonds, die beispielsweise in Convertible-Bonds oder Hochzinsanleihen investieren, kann die TER schon 1% erreichen, sollte aber nicht deutlich darüberliegen.

Anleger, die sich für eine ETF-Lösung entscheiden, sollten den abgebildeten Index genau untersuchen. So sind beispielsweise in US-Hochzins-Indizes viele Rohöl- und Förderfirmen vertreten, die Schweizer Anleger wahrscheinlich lieber nicht in ihren Portfolios haben möchten. In den europäischen Indizes sind etwa Billig-Airlines wie Ryanair, Easy Jet oder Norwegian ein wichtiger Bestandteil – auch diese Titel sollte man derzeit eher meiden. Auch bei aktiv verwalteten Fonds lohnt sich der Blick auf die Portfolio-Struktur. Gerade im Hochzinsbereich sind Vehikel zu empfehlen, die möglichst viele Branchen berücksichtigen.

«Schlieremer» Milliarden für Biogen

Optimismus über Zulassung eines Alzheimer-Medikaments

WERNER GRUNDLEHNER

Um 38 Mrd. \$ kletterte der Wert des US-Biotech-Konzerns Biogen am Mittwoch an der Börse. Grund für diese Avance ist die Erwartung einer zuverlässigen Einschätzung der US-Zulassungsbehörde Food and Drug Administration (FDA) für das Alzheimer-Medikament Aducanumab. Die Sitzung der FDA findet erst diesen Freitag statt. Doch die Publikation der Unterlagen für das Meeting sorgte am Mittwoch für einen Anstieg des Aktienkurses um 44%. Auf diesen folgte am Donnerstag eine Korrektur um mehr als 7%.

Die FDA entscheidet am Freitag, ob die vorliegenden Studiendaten ausreichen, um einen Zulassungsantrag zu bewilligen. Der Entscheid über eine Marktzulassung wird auf Anfang März erwartet. Das Medikament erhielt von der FDA aber den Status «Durchbruch-Therapie». In solchen Fällen erhält ein Medikament das Okay von den Behörden manchmal Wochen oder Monate früher als angekündigt. Aducanumab löst Eiweissklumpen im Hirn auf. Diese Ablagerung von sogenanntem Amyloid-beta-Protein soll für die Alzheimer-Erkrankung verantwortlich sein. Mit diesem Ansatz waren zuvor aber schon einige Unternehmen gescheitert – etwa die Schweizer AC Immune, die an der Nasdaq kotiert ist.

Bereits kurz vor dem Aus

Das Biotech-Unternehmen Neurimmune aus Schlieren hat das Alzheimer-Medikament Aducanumab entwickelt und an Biogen lizenziert. Das Mittel schien bereits gescheitert – wie rund 200 Anwendungen gegen Alzheimer zuvor. Im März 2019 stoppte Biogen die Zulassungsstudien, weil eine Zwischenanalyse für das Arzneimittel keinen Wirkungsnachweis erbracht hatte. Doch Studienresultate mit höherer Dosierung und längerer Anwendungszeit, die im März 2019 noch nicht ausgewertet waren, belegten später eine Wirkung von Aducanumab. Laut der neuen Analyse nahm die kognitive Leistungsfähigkeit bei Patienten mit Aducanumab weniger rasch ab als bei Patienten, die nur ein Placebo erhalten hatten. Im ersten Quartal beantragte Biogen deshalb doch eine Zulassung.

Das Alzheimer-Medikament ist rundum ein «Schweizer» Produkt. Es wurde nicht nur durch Neurimmune, ein Spin-off der Universität Zürich, entwickelt. Der Antikörper, der die Amyloid-Ablagerung bekämpft, wurde aus «gesunden» Schweizer Senioren isoliert. Das Lizenzunternehmen Biogen wurde ursprünglich von einem Schweizer ETH-Absolventen in Genf gegründet (Biogen ist eine Verkürzung von Biotechnology Geneva). Der US-Biotechnologiekonzern baut derzeit in Luterbach bei Solothurn eine hochmoderne Produktionsstätte, in der auch das Alzheimer-Medikament produziert werden soll. Der internationale Sitz von Biogen befindet sich zudem seit einigen Jahren in Zug.

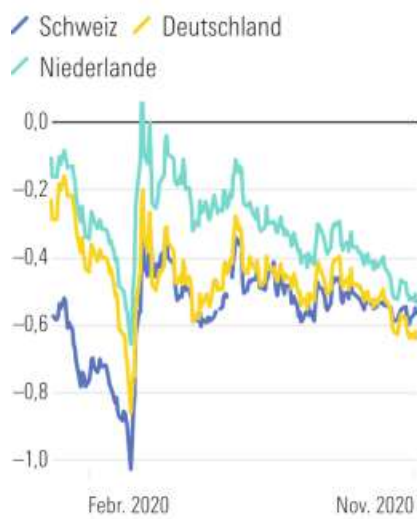
Kaufempfehlungen und Kritik

Zahlreiche Analytiker revidierten nach der Publikation der Dokumente ihre Kursziele für die Biogen-Aktien nach oben. Doch einige übten auch Kritik an der FDA. Die Agentur werde aus reiner Verzweiflung ein Medikament mit zweifelhafter Datenbasis zulassen, weil Alzheimer-Medikamente in den vergangenen zwanzig Jahren nur Rückschläge erlebt hätten. Bereits bei Covid-19-Anwendungen habe die FDA zweifelhafte Entscheidungen gefällt, die den Ruf der Agentur beschädigten.

Fachleute gehen davon aus, dass Unternehmen, die bereits mit dem Amyloid-Ansatz gescheitert sind, ihr Glück nun nochmals mit höheren Dosierungen und längeren Anwendungszeiten probieren dürften.

Vergebliche Jagd nach positiver Verzinsung bei Obligationen

Rendite 10-jährige Staatsanleihen, in %



QUELLE: BLOOMBERG

NZZ / abl.