

## Das Portfolio-Sorgenkind



*René-Pierre Giavina,  
 Finanzstratege,  
 Banque Cantonale  
 Vaudoise (BCV)*

Die Obligationen haben in den vergangenen Jahren – einhergehend mit dem Renditerückgang nicht nur bei den Eidgenossen, sondern auch bei den Anleihen mit Kreditrisiko – immer mehr an Attraktivität eingebüsst. Dies erklärt sich unter anderem dadurch, dass die Inflation im Westen seit Jahrzehnten rückläufig ist. Auch in der Schweiz, wo sie zwischen 1991 und 2020 von 5,9 Prozent auf -0,8 Prozent fiel.

Wenn man nur die mageren Coupons der Frankenanleihen als Massstab nehmen würde – die 10-jährigen Eidgenossen rentieren seit November 2018 im Minus –, dann hätte man bereits vor über drei Jahren auf jegliches Exposure verzichten müssen. Ganz abgesehen davon, dass eine Erhöhung der Cash-Positionen in Zeiten von Negativzinsen nicht unproblematisch ist, wären einem dadurch aber auch Gewinne entgangen, betrug doch die Gesamtperformance der CHF-Obligationen 2019 0,9 Prozent und 2018 sogar 3,2 Prozent.

### **Wirtschaftswachstum und Inflation**

2020 markierte mit dem Ende des stetigen Abwärtstrends der Renditen einen Wendepunkt. Dank der massiven Stimulierungsmassnahmen der Regierungen und Zentralbanken hat sich die Angst vor einer lang anhaltenden Rezession

verflüchtigt und die Erholung zusehends an Fahrt gewonnen. Während das Wachstum in den USA diesen Frühling wieder das Niveau von Ende 2019 erreichen wird, dürfte es in der Schweiz im Herbst so weit sein. Dabei sprechen wir von einem Wachstum, das mit einer anziehenden Inflation einhergeht, wie das Beispiel der USA zeigt. Dort beträgt die Teuerung nach 1,1 Prozent im vergangenen Dezember inzwischen über 4 Prozent. In der Schweiz ist dieser Trend schwächer, immerhin dürfte aber auch hierzulande die Inflation für das Gesamtjahr 2021 wieder in den positiven Bereich vorstossen.

Ein dynamisches Wirtschaftswachstum und eine steigende Inflation sind keine Freunde von Fixed Income. Daher dürfte der Aufwärtsdruck auf die Renditen in den kommenden Monaten anhalten und die Kurse belasten. Die Interventionen der Zentralbanken werden daran nicht viel ändern. Die Währungshüter können den Renditeanstieg zwar bremsen, aber nicht verhindern, dass beispielsweise die Rendite der 10-jährigen Eidgenossen in den positiven Bereich zurückkehrt oder jene ihrer US-Pendants dieses Jahr die 2-Prozent-Marke knackt. Dieses schwierige Umfeld rechtfertigt derzeit noch eine Untergewichtung der Obligationen.

### **Wichtige Rolle**

Ganz auf ein Exposure in traditionellen Obligationen zu verzichten käme hingegen der Überzeugung gleich, dass riskantere Anlageklassen (Wandelanleihen, Schwellenländeranleihen, Aktien usw.) den Obligationen guter Qualität dauerhaft den Rang ablaufen werden. Bis zum Herbst mag dies zutreffen, danach dürfte die Sache aber anders aussehen. Sobald der Aufschwung richtig Fuss gefasst hat, werden die besten Meldungen hinter uns liegen. Die Dividendenrenditen und die grosszügigen Bewertungen der Aktienmärkte werden dann vor dem Hintergrund höherer Obligationrenditen beurteilt werden. Zudem sind da auch noch die geopolitischen Risiken, die seit Monaten immer weiter zunehmen. Ein solches Umfeld könnte vorsichtige Investoren dazu veran-

lassen, sich in die traditionellen Obligationen zu flüchten. Eine Untergewichtung mag auf kurze Sicht zwar sinnvoll sein, langfristig ist den Obligationen ihre wichtige Rolle – sei es als stabilisierendes Element in einem diversifizierten Portfolio oder als Liquiditätsquelle in Korrekturphasen – jedoch nicht abzusprechen.

---