

Big Mac(ro) zur Asset-Allokation: Alternativlos war früher

Autor



Benoit Anne
Director, Investment Solutions Group

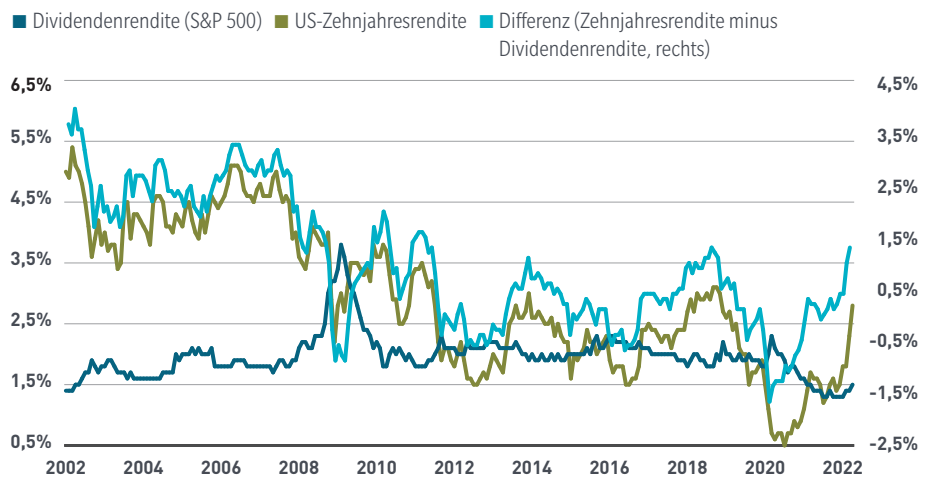
Die gute alte TINA-Strategie – There is no alternative – kommt aus der Mode. Nachdem jahrelang fast alles für Aktien sprach, hat sich das Marktumfeld zuletzt stark verändert. Nach ihrem jüngsten Renditeanstieg sind Anleihen wieder attraktiver geworden. Vielleicht sollten Investoren die Anleihenquote ihrer Multi-Asset-Portfolios überdenken.

Alternativlos war früher: Die Asset-Allokation könnte an einem Wendepunkt stehen, und Anleihen könnten wieder interessanter werden. Bis vor Kurzem galten Aktien als Assetklasse der Wahl, an der kein Weg vorbeiführt. Das Wirtschaftswachstum war hoch und legte weiter zu, die Binnennachfrage war ungewöhnlich stabil. Doch zuletzt hat sich das Umfeld stark verändert. Jetzt gilt Inflation als wichtigstes Risiko, und die straffere US-Geldpolitik weckt Rezessionsorgen. Aktieninvestoren machen sich immer mehr Sorgen um Konjunktur und Unternehmensgewinne. Andererseits kam es zu einer dramatischen Korrektur am US-Anleihenmarkt, mit einem massiven Renditeanstieg. Außerdem weiteten sich die Credit Spreads aus. Was bei der Asset-Allokation früher als alternativlos galt, könnte überholt sein.

Die Renditenormalisierung war extrem, und Anleihen sind wieder attraktiver bewertet: Früher galt eine hohe Aktienquote als gesetzt, und sei es nur wegen der Dividenden. Bei niedrigen Anleihenrenditen war das auch sinnvoll. Mittlerweile liegt die US-Zehnjahresrendite aber wieder deutlich über der durchschnittlichen Dividendenrendite des S&P 500 (Abbildung 1). Der Vorsprung beträgt 130 Basispunkte, so viel wie zuletzt 2011.



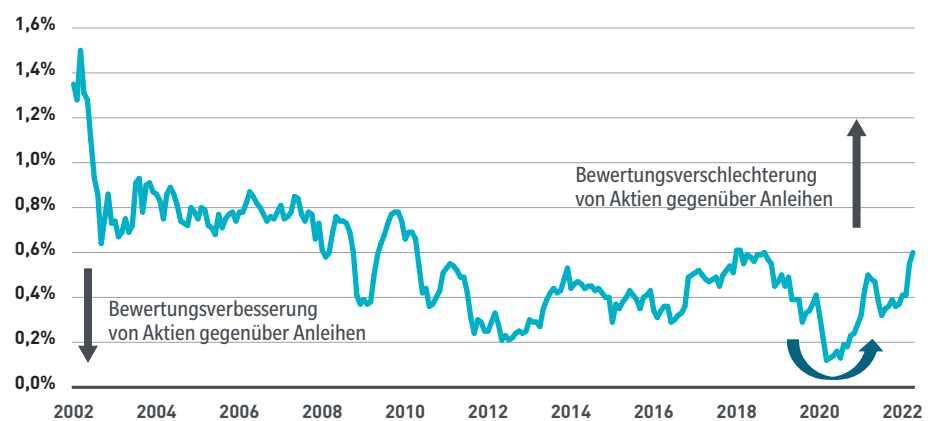
Abbildung 1: US-Zehnjahresrendite und Dividendenrendite des S&P 500



Quelle: Bloomberg. Monatsdaten von Januar 2002 bis April 2022. Vorläufige Daten für April 2022 (Stand 27. April).

Die Bewertungen von Aktien und Anleihen haben sich angenähert: Aktien sind im Vergleich zu Anleihen noch immer günstig, aber der Bewertungsvorteil hat in den letzten Monaten stark nachgelassen. Das zeigt das sogenannte Fed-Modell, dem zufolge eine Gewinnrendite des S&P 500 über der zehnjährigen US-Staatsanleihenrendite ein Argument für Aktien ist. Eine Anleihenrendite über der Gewinnrendite spricht hingegen für Anleihen. Mit einer durchschnittlichen Gewinnrendite von etwa 4,3% rät das Modell zwar noch immer zu Aktien, doch hat ihre Attraktivität deutlich nachgelassen (Abbildung 2).

Abbildung 2: Verhältnis von Anleihenrendite und Gewinnrendite im Fed-Modell



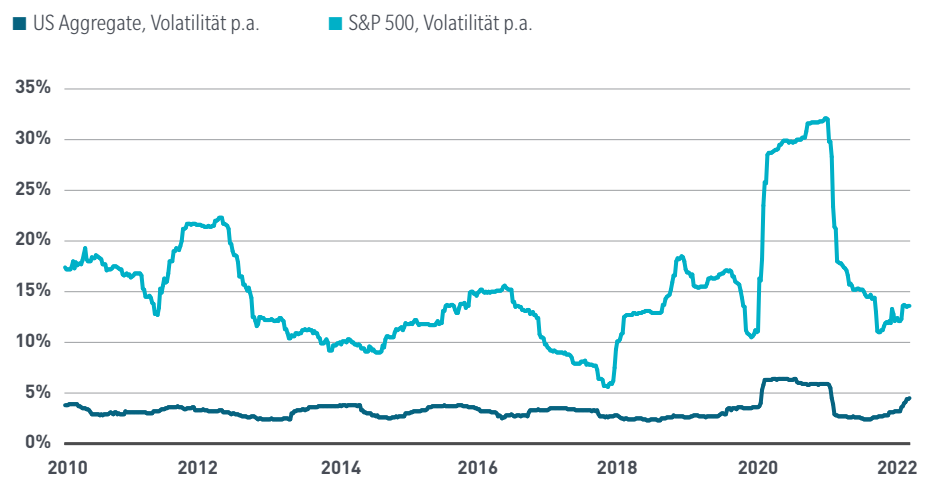
Quelle: Bloomberg. Monatsdaten von Januar 2002 bis April 2022. Vorläufige Daten für April 2022 (Stand 27. April). Quotient aus US-Zehnjahresrendite und Gewinnrendite des S&P 500. Die Gewinnrendite des S&P 500 ist das Inverse des Kurs-Gewinn-Verhältnisses in %.



Anleihen sind in einem Multi-Asset-Portfolio auch für das Volatilitätsmanagement wichtig:

Aktien sind volatil und werden immer volatil; der VIX notiert jetzt deutlich über seinem Langfristdurchschnitt. Die Ertragsvolatilität von Anleihen ist zwar ebenfalls gestiegen, liegt aber immer noch deutlich unter der Volatilität von Aktien und ist auch wesentlich stabiler (Abbildung 3). Da die Aktienquoten vieler Portfolios zurzeit recht hoch sind, könnten Umschichtungen in Anleihen die Volatilität dämpfen. Risikoadjustiert könnten Anleihen im Vergleich zu Aktien wieder attraktiver werden. Wegen der hohen Teuerung sind zurzeit aber weder bei Aktien noch bei Anleihen hohe inflationsbereinigte Erträge zu erwarten. Dazu müsste erst der Preisauftrieb nachlassen.

Abbildung 3: Ertragsvolatilität des US Aggregate Bond Index und des S&P 500 im Vergleich



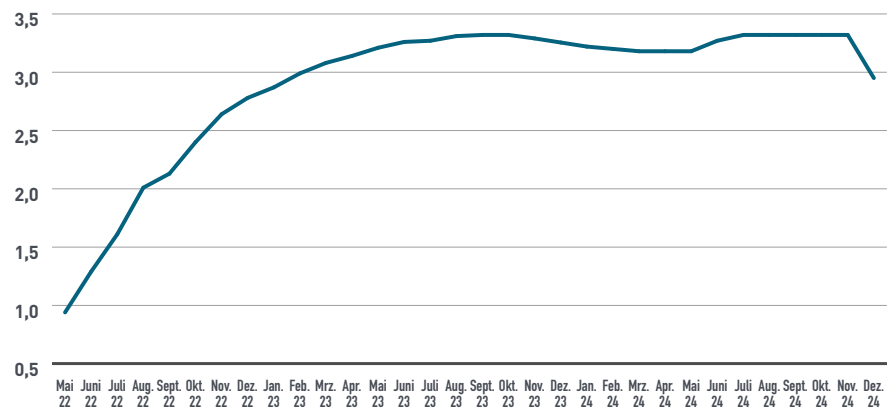
Quelle: Bloomberg. Monatsdaten von Juni 2011 bis März 2022. US Aggregate: Bloomberg US Aggregate Bond Index (LBUSTRUU). Die Ertragsvolatilität wird als annualisierte Standardabweichung der Wochen-erträge des letzten Jahres berechnet. Die Abbildung zeigt die gleitende 52-Wochen-Volatilität.

In den Kursen ist eine deutliche Straffung der Geldpolitik berücksichtigt: Am Markt erwartet man für die USA jetzt Leitzinserhöhungen der Fed bis auf etwa 3,30%, also um weitere gut 280 Basispunkte (Abbildung 4). Das ist mehr, als die Fed in ihrer Märzprognose in Aussicht gestellt hatte. Die Zinsvolatilität ist aber hoch, und weil die Fed die Inflation bekämpfen will, spricht nach wie vor mehr für noch höhere Zinsen als für einen geringeren Anstieg. Lang laufende Titel könnten interessanter werden, wenn die erwarteten Zinserhöhungen allmählich in den Kursen enthalten sind und die Inflation nicht weiter steigt – oder wenn die Konjunktur unsicherer wird und die Notenbank ihre Anti-Inflations-Strategie überdenkt.



Abbildung 4: Implizite Federal Funds Rate am Terminmarkt

■ Bereinigte implizite Federal Funds Rate (Obergrenze)



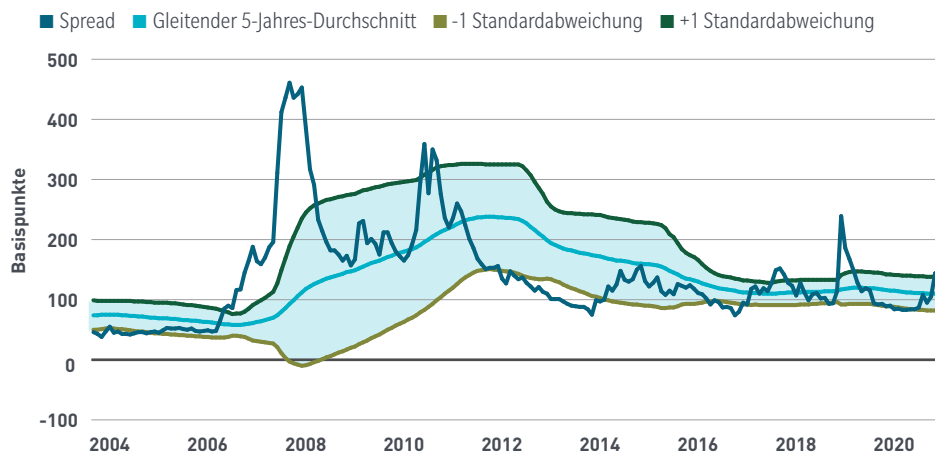
Quelle: Bloomberg, Stand 28. April 2022. Auf Basis von Terminkontrakten für die Federal Funds Rate mit Fälligkeiten bis Dezember 2024 (Monatsdaten). Da sich die Federal Funds Futures auf den Mittelwert der Leitzinsspanne beziehen (zurzeit 0,25% bis 0,50%), nehmen wir zur Schätzung der impliziten Obergrenze eine Bereinigung vor.

Unterdessen sind internationale Credits nach der jüngsten Spreadausweitung wieder attraktiver: Nahezu alle Spreadprodukte sind in den letzten Monaten deutlich billiger geworden. Zwei Assetklassen stechen aber hervor. Nach der Korrektur sind die Spreads von europäischen Investmentgrade-Unternehmensanleihen und Emerging-Market-Staatsanleihen attraktiv wie selten. Vor allem europäische Unternehmensanleihen scheinen billig – nicht nur für Investoren aus Europa, sondern auch für US-Investoren, die sie in US-Dollar absichern. Schließlich sind die Absicherungskosten des Euro in US-Dollar zurzeit negativ.¹ Die Spreads eurodenominierter Investmentgrade-Unternehmensanleihen sind jetzt fast wieder so weit wie im Dezember 2018, als Investoren wegen der strafferen US-Geldpolitik höhere Rezessionsrisiken sahen (Abbildung 5).

Wir sehen in der Asset-Allokation wieder Alternativen zu Aktien, da Anleihen durch Rendite-normalisierung und Spreadausweitung attraktiver geworden sind: Wegen der anhaltenden Konjunkturschwankungen halten wir Anleihen in einem Multi-Asset-Portfolio für nützlich, um interessante risikoadjustierte Erträge zu erzielen.



Abbildung 5: Spread eurodenominierter Investmentgrade-Unternehmensanleihen



Quelle: Bloomberg. Monatsdaten von Dezember 2004 bis April 2022. Vorläufige Daten für April 2022 (Stand 28. April). Optionsbereinigter Spread (OAS) des Bloomberg Euro Aggregate Corporate Index (LECPPOAS).

¹ Am 28. April 2022 betragen die dreimonatigen Absicherungskosten für Euro in US-Dollar 1,80% p.a. Dollarbasierte Investoren hätten durch die Absicherung ihrer Euro-Positionen also verdient. Die Absicherung des Euro in US-Dollar war so rentabel wie zuletzt Anfang 2020.

Quelle: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® ist eine Handels- und Dienstleistungsmarke von Bloomberg Finance L.P. und seinen Tochtergesellschaften (zusammen „Bloomberg“). Bloomberg oder seine Lizenzgeber besitzen alle geistigen Eigentumsrechte an den Bloomberg-Indizes. Bloomberg hat dieses Dokument weder bestätigt noch genehmigt, garantiert weder die Richtigkeit noch die Vollständigkeit irgendeiner hierin enthaltenen Information, gibt keine explizite oder implizite Garantie im Zusammenhang mit den daraus gezogenen Schlüssen und schließt im größten nach anwendbarem Recht zulässigen Umfang jedwede Haftung oder Verantwortung für Schäden aus, die im Zusammenhang mit diesen Informationen entstehen. „Standard & Poor’s®“ und „S&P®“ sind eingetragene Handelsmarken von Standard & Poor’s Financial Services LLC (S&P); Dow Jones ist eine eingetragene Handelsmarke von Dow Jones Trademark Holdings LLC (Dow Jones). S&P Dow Jones Indices LLC hat ihre Nutzung genehmigt, und MFS darf sie zu bestimmten Zwecken nutzen. Der S&P 500® ist ein Produkt von S&P Dow Jones Indices LLC. Das Unternehmen hat MFS die Nutzung des Index genehmigt. Die Produkte von MFS werden von S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P oder ihren Tochterunternehmen nicht gefördert, angeboten, vertrieben oder beworben. Weder S&P Dow Jones Indices LLC noch Dow Jones, S&P oder ihre Tochterunternehmen treffen eine Aussage darüber, ob diese Produkte empfehlenswert sind.

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien.

Sofern nicht anders angegeben, sind die hierin enthaltenen Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsbezeichnungen Handelsmarken von MFS® und seinen Tochtergesellschaften. In manchen Ländern sind sie außerdem eingetragene Warenzeichen.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI), MFS Investment Management und MFS Fund Distributors, Inc.; **Lateinamerika:** MFS International Ltd.; **Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. In Kanada wurde diese Publikation weder von der Finanzmarktaufsicht noch von einer ähnlichen Regulierungsbehörde überprüft. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg. Tel.: +352 282 612 800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd (MFS Australia) (ABN 68607 579537) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen.