

## Big Mac(ro)<sup>1</sup> zur Anleihenallokation

Die Rolle von Anleihen bei positiven Korrelationen

### Autor



Benoit Anne  
Managing Director  
Investment Solutions Group

Die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien ist zurzeit sehr hoch und dürfte so bald nicht fallen. Was soll man tun? Mehr in Anleihen investieren. Bei einer höheren Korrelation steigt auch das Portfoliorisiko, und eine höhere Anleihenquote kann es senken. Anleihen mögen ein Portfolio zurzeit zwar nicht so gut diversifizieren, dämpfen aber noch immer seine Volatilität. Außerdem sind ihre risikoadjustierten Erträge wegen des hohen Zinsniveaus noch immer attraktiv. Aufgrund der hohen Korrelation empfiehlt sich dabei ein großes Anlageuniversum mit Titeln aus unterschiedlichen Regionen. Wer auf verschiedene Währungen, Märkte und Länder setzt, kann sein Portfolio gut diversifizieren. Am besten lässt sich eine solche, weltweit anlegende Strategie von einem aktiven Assetmanager steuern, der Alphaquellen nutzen kann.

**Anleihen diversifizieren Portfolios nicht mehr:** Im Vergangenheitsvergleich ist die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien zurzeit sehr hoch. Die 2-Jahres-Korrelation beträgt 0,71, so viel wie zuletzt 1995 (Abbildung 1). Bei einer hohen Korrelation hält sich das Diversifikationspotenzial von Anleihen in Grenzen. Risikomanagement wird für den Investmentprozess dann noch wichtiger.

**Die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien dürfte einstweilen hoch bleiben:** Begonnen hat der starke Anstieg der Korrelation Ende 2021. Damals war klar, dass die Fed bald mit Zinserhöhungen beginnen würde. Die Korrelation stieg massiv, zumal das Ausmaß der Zinserhöhungen Anleger weltweit überrascht hat.

Die Zinserhöhungen mögen jetzt zu Ende sein, aber die Korrelation muss deshalb nicht unbedingt fallen. Wir glauben, dass sie trotz des derzeitigen Wechsels des Konjunkturregimes auch in Zukunft hoch sein wird.

<sup>1</sup> In der Reihe „Big Mac(ro)“ analysieren wir regelmäßig aktuelle Anleihen- und Konjunkturthemen.



Abbildung 1: Extreme Korrelation zwischen Aktien und Anleihen

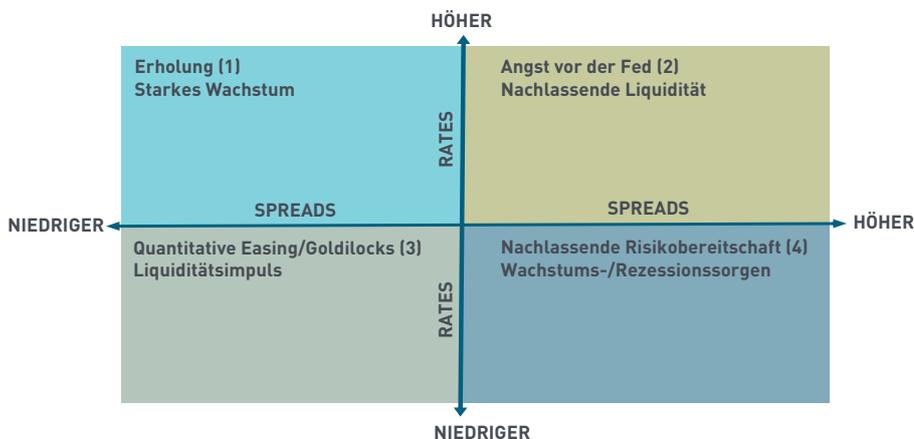


Quellen: Bloomberg. S&P 500 Index und Bloomberg US Treasury Index. Monatsdaten von Oktober 1976 bis Juni 2024 (Stand 18. Juni).

Das Konjunkturregime während der Zinserhöhungen der Fed 2022 und 2023 war die „Angst vor der Fed“ (Abbildung 2). Die Zinsen stiegen und die Credit-Spreads weiteten sich aus. Weil risikobehaftete Wertpapiere generell unter Druck gerieten, nahm die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien zu. Beide Assetklassen lagen 2022 im Minus.

Jetzt rechnen wir mit einem Wechsel zum Goldilocks-Regime, ähnlich wie zu Zeiten des Quantitative Easing. Das wäre das genaue Gegenteil von 2022 und 2023. Die Zinsen würden fallen, die Credit-Spreads würden enger. Risikobehaftete Wertpapiere verzeichnen dann meist hohe Erträge, nicht zuletzt wegen der wachsenden Geldmenge. An der hohen Korrelation zwischen Aktien und Anleihen ändert das aber nichts. Genau das erlebten wir in den letzten Monaten, als Anleger mit einer baldigen Lockerung der US-Geldpolitik rechneten. Da die Fed die Zinsen aber noch nicht gesenkt hat, dürfte das Goldilocks-Regime lange anhalten. Am Ende wird sich die Korrelation normalisieren, also zurückgehen – aber erst, wenn die Zinssenkungen fast abgeschlossen sind, vermutlich Ende 2025. Dann wird sich das Konjunkturregime vermutlich erneut ändern, möglicherweise in Richtung „Starkes Wachstum.“ Vielleicht wiederholt sich aber auch die „Angst vor der Fed.“

Abbildung 2: Vier Konjunkturregime

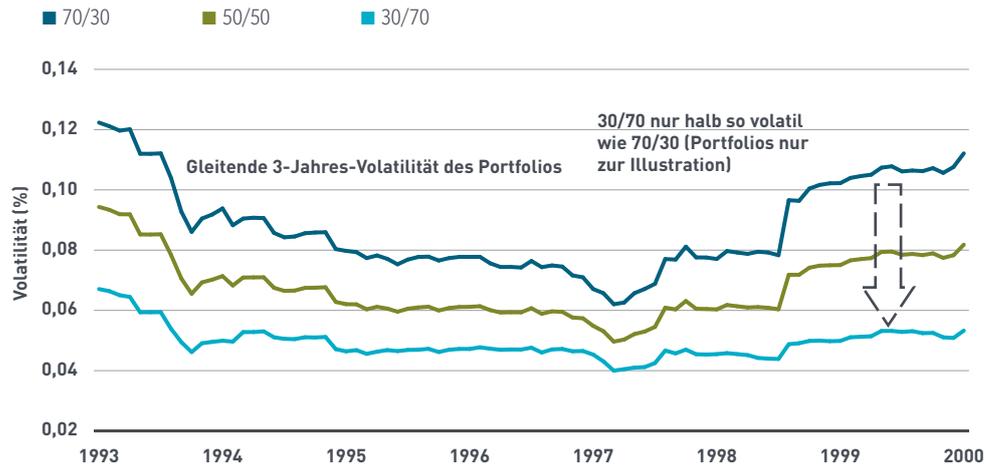


Quelle: MFS. Nur zur Illustration. Die vier Regime ergeben sich aus der Veränderung von Zinsen und Spreads.



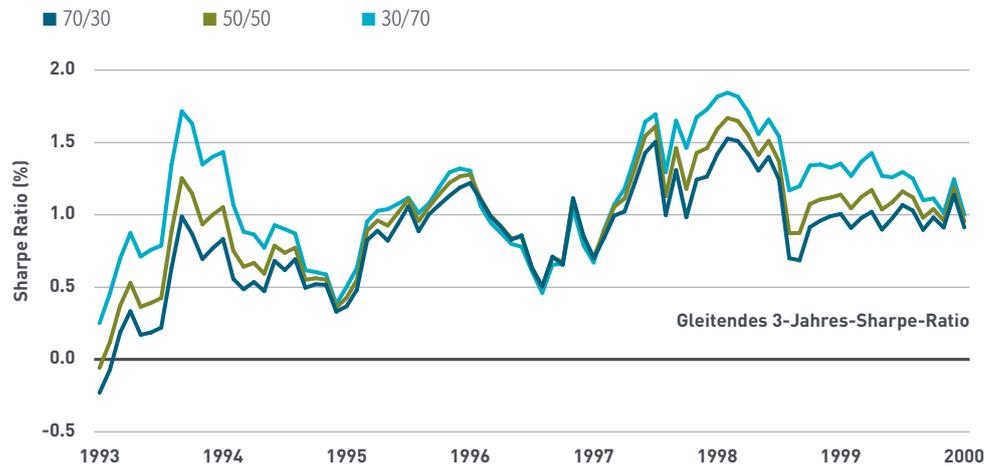
**Risikoabbau nötig:** Je höher die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien, desto wichtiger ist die Verringerung des Portfoliorisikos. Da der Anleihenteil das Risiko in der Regel dämpft, sollte er dann umso größer sein. Auch wenn Anleihen das Portfolio zurzeit nicht wirklich diversifizieren, können sie dennoch für weniger Volatilität sorgen. Nehmen wir als Beispiel die 1990er, als die Korrelation ebenfalls sehr hoch war. Damals hat eine höhere Anleihenquote sowohl die Portfoliovolatilität gedämpft als auch die risikoadjustierten Erträge gesteigert (Abbildungen 3 und 4).

**Abbildung 3: Weniger Portfoliovolatilität durch Anleihen**



Quellen: MSCI, Bloomberg, FTSE, FactSet. Monatsdaten vom 31. Januar 1990 bis zum 31. Januar 2000. Aktien- und Anleihenanteile eines weltweit anlegenden Portfolios. Aktien: MSCI World. Anleihen: Bloomberg Global Aggregate Index. Bruttoerträge in US-Dollar. Anleiherträge in US-Dollar abgesichert.

**Abbildung 4: Höhere risikoadjustierte Erträge durch eine höhere Anleihenquote**

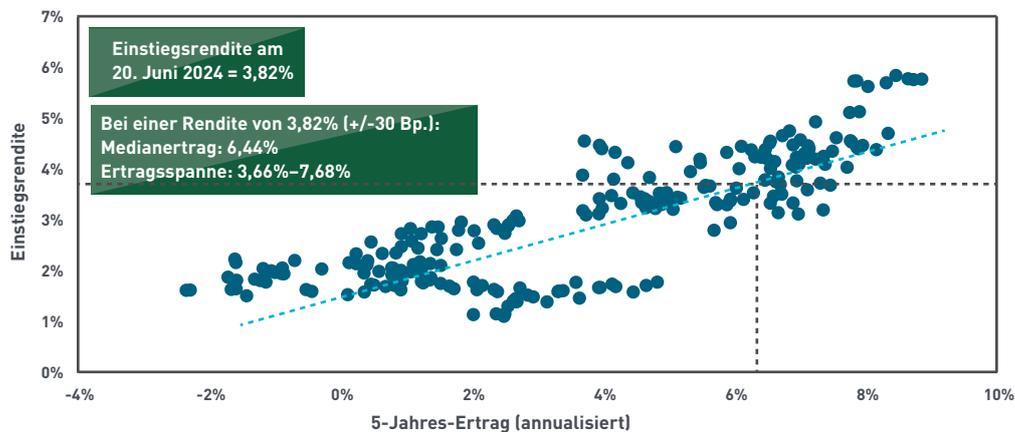


Quellen: MSCI, Bloomberg, FTSE, FactSet. Monatsdaten vom 31. Januar 1990 bis zum 31. Januar 2000. Aktien- und Anleihenanteile eines weltweit anlegenden Portfolios. Aktien: MSCI World. Anleihen: Bloomberg Global Aggregate Index. Bruttoerträge in US-Dollar. Anleiherträge in US-Dollar abgesichert. Sharpe Ratio auf Basis des FTSE 3-Month US T-Bill Index (als Proxy für den risikolosen Zins).



**Anleihen sind risikoadjustiert attraktiv:** Das Konjunkturmilieu ist jetzt besser für Anleihen. Viele wichtige Notenbanken wollen die Zinsen senken, eine weiche Landung wird wahrscheinlicher und in vielen Ländern geht die Inflation weiter zurück. An vielen Anleihenmärkten weltweit liegen die Renditen zurzeit deutlich über den Langfristerträgen. Das spricht in nächster Zeit für ordentliche Erträge. Für einen strategischen Investor mit einem längeren Anlagehorizont zählt letztlich die Gesamtrendite, und sie ist noch immer hoch. Der Zusammenhang zwischen Einstiegsrendite und anschließenden Erträgen ist meist eng. Der Bloomberg Global Aggregate Index bietet zurzeit 3,82% Rendite. Im Median hat man bei einem solchen Niveau in der Vergangenheit einen annualisierten Fünfjahresertrag von 6,44% erzielt (mit einer Spanne von 3,66% bis 7,68%, Abbildung 5).

**Abbildung 5: Global Aggregate – Einstiegsrendite und erwarteter Ertrag**



Quelle: Bloomberg. Bloomberg Global Aggregate Index (USD). Monatsdaten von Januar 2000 bis Mai 2024. Bruttoerträge in US-Dollar. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

**Weltweit anlegen, um die Korrelation zu steuern:** Manche Anleger investieren bevorzugt im eigenen Land. Dabei könnte sich eine weltweite Diversifikation lohnen. Sie ändert zwar nichts an der generell hohen Korrelation zwischen Anleihen und Aktien, doch könnten Anlagen in verschiedenen Regionen, Ländern und Währungen die Diversifikation verbessern. Nach unseren Analysen kann eine währungsgesicherte Anlage in internationalen Anleihen sowohl die Renditen steigern als auch die Portfoliovolatilität senken. Besonders interessant kann sie für Anleger aus einem Hochzinsland wie den USA oder Großbritannien sein (Abbildung 6).



Abbildung 6: Höhere Renditen für britische Investoren durch internationale Anlagen

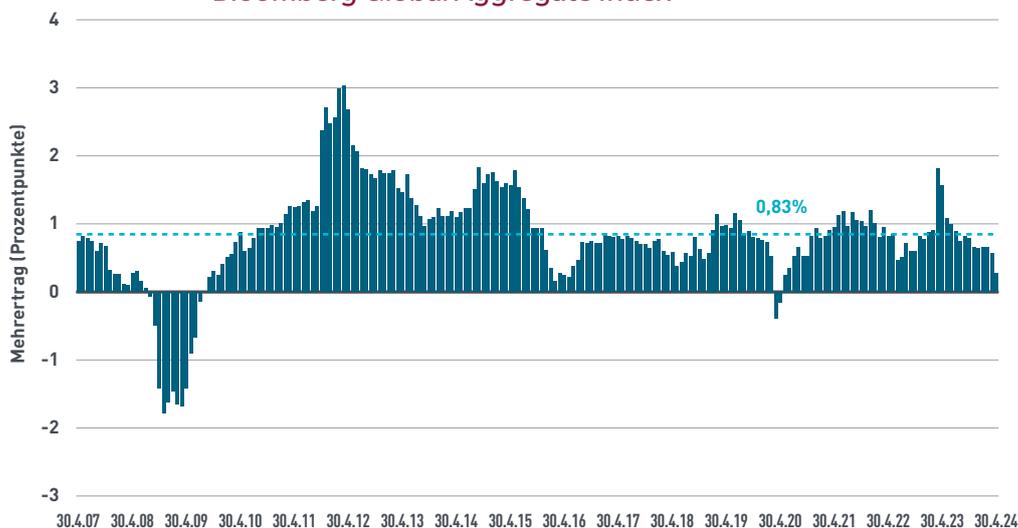


Hypothetischer Absicherungseffekt, nur zur Illustration.

Quelle: Bloomberg, 31. Juli 2013 bis zum 30. April 2024. Auf Basis der gleitenden 3-Monats-Forward-Rates eines Währungskorbs aus 45% USD, 22,5% EUR, 10% JPY, 5% GBP und 2,5% CAD. Das entspricht etwa dem Anteil dieser Währungen am Bloomberg Global Aggregate Index am 30. April 2024. (15% des Index sind in anderen Währungen denominated, für die wir keine Absicherungen angenommen haben)

**Argumente für aktiv gemanagte weltweite Anlagen:** Wir meinen, dass sich die Chancen internationaler Anleihen am besten mit aktivem Management nutzen lassen. Ein aktiver Manager kann sich unterschiedlicher Alphaquellen bedienen, vom Währungsmanagement bis zur Durationsentscheidung, von Absicherungsstrategien über Sektorallokation bis zur weltweiten Einzelwertauswahl. Mit durchschnittlich 83 Basispunkten (vor Abzug von Gebühren) in den letzten 20 Jahren war das Alpha eindeutig positiv. Das zeigt das Potenzial einer aktiven weltweit anlegenden Anleihenstrategie (Abbildung 7).

Abbildung 7: Gleitende 3-Jahres-Mehrerträge (Durchschnitt) internationaler Anleihenstrategien (nicht währungsgesichert) gegenüber dem Bloomberg Global Aggregate Index



Quelle: eVestment Alliance, LLC. Aktive Manager aus dem eVestment All-Global-Fixed-Income-Universum, die auf Währungsabsicherungen verzichten und den Bloomberg Global Aggregate als Benchmark nutzen. Bruttoerträge (vor Abzug von Gebühren) in US-Dollar). Quartalsdaten von Mai 2004 bis April 2024. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

Alles in allem glauben wir, dass die zurzeit hohe Korrelation zwischen Anleihen und Aktien nicht gegen eine höhere Anleihenquote spricht. Im Gegenteil: Um das Portfoliorisiko zu begrenzen, ist eine höhere Anleihenquote sinnvoll. ▲



Anlagen in Schuldtitel können an Wert verlieren, wenn sich die (tatsächliche oder wahrgenommene) Kreditqualität des Emittenten, Schuldners, Kontrahenten bzw. anderer zahlungsverantwortlicher Personen/Unternehmen oder der zugrunde liegenden Sicherheiten verschlechtert. Wertverluste sind auch bei einer Veränderung der Konjunktur, des politischen Umfelds sowie aus emittentenspezifischen oder anderen Gründen möglich. Bestimmte Anleihenarten können auf diese Faktoren stärker reagieren und sind dadurch volatiler. Hinzu kommen Zinsrisiken (steigen die Zinsen, verlieren Festzinstitel üblicherweise an Wert). Deshalb können die Anteilspreise des Fonds bei steigenden Zinsen fallen, da sich der Wert der Portfoliopositionen an die steigenden Zinsen anpasst.

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.

Quelle der Indexdaten: MSCI. MSCI gibt keinerlei explizite oder implizite Garantien oder Gewährleistungen und übernimmt keinerlei Haftung für die hierin enthaltenen MSCI-Daten. Die MSCI-Daten dürfen weder weitergegeben noch als Grundlage für andere Indizes, Wertpapiere oder Finanzprodukte genutzt werden. Dieses Dokument wurde von MSCI weder erstellt noch genehmigt oder geprüft.

Die hier dargestellten Meinungen sind die der MFS Investment Solutions Group, eines Teils der Vertriebspart von MFS. Sie können von denen der Portfoliomanager und Analysten von MFS abweichen. Die Einschätzungen können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Anlageberatung, Wertpapierempfehlung oder Hinweis auf beabsichtigte Transaktionen von MFS verstanden werden.

### GLOBALER DISCLAIMER

Sofern nicht anders angegeben, sind Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsnamen Marken von MFS® und den Tochtergesellschaften von MFS und können in manchen Ländern eingetragen sein.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI), MFS Investment Management und MFS Fund Distributors, Inc. (SIPC-Mitglied); **Lateinamerika:** MFS International Ltd.; **Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. **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, EC4V 5ER. **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) 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. **Bahrain:** Dieses Dokument wurde nicht von der Zentralbank von Bahrain genehmigt, die auch nicht für dessen Inhalt verantwortlich ist. Im Königreich Bahrain werden diese Produkte nicht öffentlich angeboten. Dieses Dokument soll nur vom Empfänger gelesen werden und darf nicht an die Öffentlichkeit weitergegeben, ausgegeben oder ihr zugänglich gemacht werden. Die Zentralbank von Bahrain ist in keiner Weise für die Genauigkeit und Vollständigkeit der Aussagen und Informationen in diesem Dokument verantwortlich und erklärt ausdrücklich, keinerlei Haftung für jedwede Verluste zu übernehmen, die daraus entstehen, dass man sich auf den Inhalt dieses Dokuments ganz oder teilweise verlässt. Das Board und das Management des Herausgebers sind für die in diesem Dokument enthaltenen Informationen verantwortlich. Board und Management erklären, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen nach ihrer Kenntnis und nach ihrem besten Wissen und Gewissen korrekt und frei von Auslassungen sind, die die Verlässlichkeit dieser Informationen beeinträchtigen können. Um dies zu gewährleisten, haben Board und Management mit gebührender Sorgfalt gehandelt. **Kuwait:** Dieses Dokument ist nicht für die Veröffentlichung in Kuwait bestimmt. Die hierin enthaltenen Informationen wurden nicht von der Kuwait Capital Markets Authority oder einer anderen zuständigen kuwaitischen Behörde für ein Angebot in Kuwait zugelassen. Diese Informationen werden in Kuwait weder privat noch öffentlich zugänglich gemacht. In Kuwait finden keine Werbemaßnahmen, Vertragsangebote oder Geschäftsanbahnungsaktivitäten statt mit dem Ziel, diese Informationen zu verbreiten. **Oman:** Für Einwohner des Sultanats Oman: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind kein öffentliches Wertpapierangebot im Sultanat Oman gemäß dem Commercial Companies Law of Oman (Royal Decree 4/74) oder dem Capital Market Law of Oman (Royal Decree 80/98). Diese Informationen werden nur einem begrenzten Kreis von Unternehmen zugänglich gemacht, die als „Sophisticated Investors“ gelten (gemäß Artikel 139 der Executive Regulations of the Capital Market Law). Der Empfänger bestätigt, ein Sophisticated Investor zu sein, der die nötige Geschäfts- und Finanzerfahrung hat und die Chancen und Risiken einer Anlage einschätzen kann. **Südafrika:** Dieses Dokument wurde nicht vom Financial Services Board genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen. **Vereinigte Arabische Emirate (VAE):** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind kein öffentliches Wertpapierangebot in den Vereinigten Arabischen Emiraten und sollen dies auch nicht sein, sodass sie nicht als solches verstanden werden sollten. Diese Informationen werden nur einem kleinen Kreis steuerbefreier Investoren in den VAE zugänglich gemacht, die zu einer der folgenden Kategorien von Non-Natural Qualified Investors gehören: (1) Investoren, die ihre Anlagen selbstständig managen können, konkret (a) die Bundesregierung, lokale Regierungen, staatliche Stellen und Behörden oder Unternehmen im vollständigen Besitz einer dieser Institutionen, (b) internationale Institutionen und Organisationen oder (c) Personen, die eine Lizenz zur Ausübung geschäftlicher Tätigkeiten in den VAE haben, sofern Investieren ein Geschäftszweck dieser Personen ist, oder (2) Investoren, die von einem von der SCA zugelassenen Investmentmanager vertreten werden (jeder ein „Non-Natural Qualified Investor“). Diese Informationen und Daten wurden nicht von der Zentralbank der Vereinigten Arabischen Emirate, der Securities and Commodities Authority, der Dubai Financial Services Authority, der Financial Services Regulatory Authority oder einer anderen einschlägigen Zulassungsbehörde oder staatlichen Behörde der VAE (die „Behörden“) genehmigt, zugelassen oder registriert. Die Behörden sind in keiner Weise für Anlagen verantwortlich, die einer der genannten Empfänger in seiner Eigenschaft als Non-Natural Qualified Investor tätigt. **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument darf im Königreich Saudi-Arabien nicht verbreitet werden, ausgenommen an Personen, die gemäß den Investment Funds Regulations der Capital Market Authority empfangsberechtigt sind. Die Capital Market Authority übernimmt keine Haftung für die Genauigkeit und Vollständigkeit dieses Dokuments und schließt explizit jegliche Haftung für Verluste aus, die dadurch entstehen, dass man dieses Dokument nutzt bzw. sich auf irgendeinen Teil dieses Dokuments verlässt. Potenzielle Käufer der hierin angebotenen Wertpapiere sollten die Richtigkeit der Informationen zu den Wertpapieren selbst überprüfen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. **Katar:** Dieses Material bzw. dieser Fonds wird nur einer begrenzten Anzahl von Investoren angeboten, die willens und fähig sind, die Risiken einer Anlage in dieses Material bzw. diesen Fonds unabhängig zu prüfen. Dieses Material ist kein öffentliches Angebot und darf nur vom genannten Empfänger verwendet werden. Es darf an keine andere Person weitergegeben oder ihr gezeigt werden, mit Ausnahme von Mitarbeitern, Agenten oder Beratern im Zusammenhang mit der Prüfung durch den Empfänger. Dieser Fonds war und wird nicht bei der Zentralbank von Katar registriert. Auch ist keine Zulassung nach den Gesetzen des Staates Katar vorgesehen. In Katar werden keine Transaktionen vorgenommen. Alle Anfragen zum Material bzw. dem Fonds sollten an Ihren Ansprechpartner außerhalb Katars gestellt werden.