

## Autoren

David Peterson, CFA  
Research Senior Analyst  
Investment Solutions Group

Zachary Knope, CFA  
Research Lead Analyst  
Investment Solutions Group

## Im Überblick

- Seit 1972 haben Anleihen bei Rezessionen in den USA Geldmarkt wie Aktien hinter sich gelassen.
- Im Schnitt begannen die Zinsen drei Monate vor der Rezession zu fallen und erreichten etwa fünf Monate nach Beginn der Rezession ihren Tiefpunkt.
- Im Abschwung sorgten Anleihen meist für Diversifikation. Sie verringerten die Verluste von Portfolios, die risikoreichere Titel wie Aktien enthalten.

Große Teile des Anlageuniversums wurden seit Anfang 2022 auf den Kopf gestellt. Grund dafür waren die Bemühungen der Notenbanken, den höchsten Preisauftrieb seit mehreren Jahrzehnten durch Zinserhöhungen und die Rücknahme des Quantitative Easing einzudämmen. So erhöhte die Fed ihren Leitzins von 0,25% auf 5,50%. Eine solche Straffung ging in den USA meist mit einer Rezession einher. Ob es auch diesmal so kommt, ist umstritten. Dennoch scheint es interessant, die Entwicklung von Anleihen in früheren Abschwüngen genauer zu betrachten. Nach unserer Analyse lagen sie dann nämlich meist vorn und verringerten die Portfoliovolatilität erheblich.

## Was ist eine Rezession?

Nach der Definition des National Bureau of Economic Research gab es in den USA seit 1969 acht Rezessionen. Wir teilen sie in zwei Gruppen ein: milde und schwere. Schwere Rezessionen zeichnen sich durch Folgendes aus:

- BIP-Rückgang um mehr als 2% z.Vj.
- Anstieg der Arbeitslosenquote um mindestens 3 Prozentpunkte
- Rückgang der Outputlücke um mehr als 4 Prozentpunkte

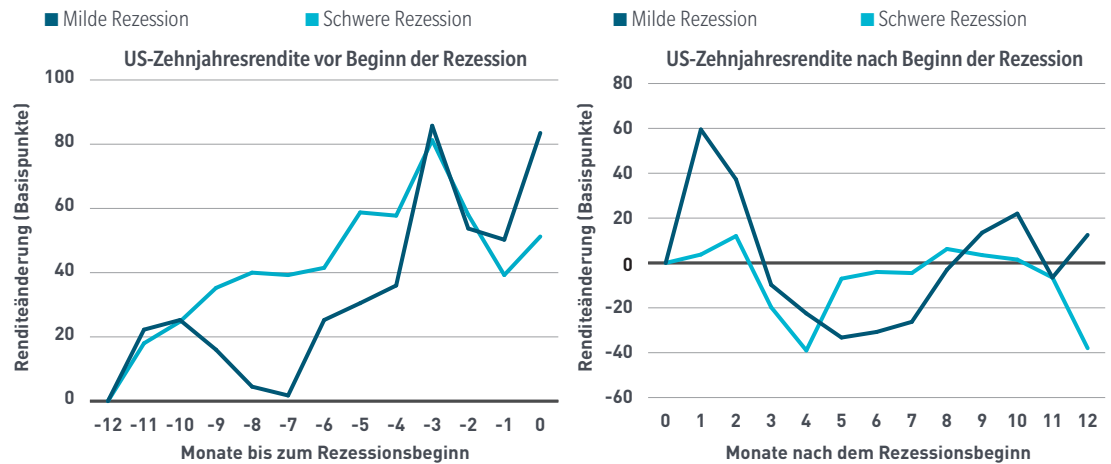
Frühere Rezessionen	
Schwer	Mild
1973–1975	1969–1970
1981–1982	1980–1980
2007–2009	1990–1991
2020–2020	2001–2001

Rezessionen, die diese Kriterien nicht erfüllen, gelten als mild. Seit 1969 gab es vier schwere und vier milde Rezessionen. Oft begannen sie, als die Zinserhöhungen der Fed endeten. Wie andere Notenbanken bemüht auch sie sich um eine antizyklische Geldpolitik. Wenn die Wirtschaft heiß läuft, werden die Zinsen erhöht; wenn sich die Wirtschaft zu stark abkühlt, werden sie gesenkt. Wichtig für Anleihen und andere zinssensitive Finanzinstrumente ist, dass starke Leitzinserhöhungen meist in die Rezession führen und die anschließenden Zinssenkungen die Konjunktur wieder stimulieren.

## Zinsänderungen vor und nach Rezessionen

Abbildung 1 zeigt die durchschnittliche Entwicklung der amerikanischen Zehnjahresrendite in den zwölf Monaten vor und nach Beginn einer milden und einer schweren Rezession.

**Abbildung 1: Veränderung der US-Zehnjahresrendite zwölf Monate vor und nach Rezessionsbeginn**



Quellen: Bloomberg, NBER, Federal Reserve Bank of St. Louis. Monatsdaten vom 31. Dezember 1968 bis zum 28. Februar 2021. Milde Rezessionen: 1969, 1980, 1990, 2000. Schwere Rezessionen: 1973, 1981, 2007, 2020. Renditeänderungen indiziert auf null zu Beginn der Analyse.

Offensichtlich gleichen sich die Renditeänderungen in milden und schweren Rezessionen. Vor der Rezession steigen die Zinsen und vor dem nächsten Aufschwung fallen sie wieder. Den Höchststand erreichen die Renditen meist drei Monate bevor die Rezession einsetzt. Danach fallen sie bis auf einen Tiefststand zwischen etwa vier bis fünf Monate nach Rezessionsbeginn. Bei schweren Rezessionen gingen die Renditen in den drei Monaten vor und den vier Monaten nach Rezessionsbeginn im Schnitt um fast 70 Basispunkte zurück. Bei milden Rezessionen dauert der Anstieg länger, meist mit einem Höchststand im ersten Rezessionsmonat, um dann bis zum fünften oder sechsten Monat zu fallen. Im Schnitt beträgt der Rückgang in dieser Zeit bei milden Rezessionen 93 Basispunkte – oder 55 Basispunkte ohne die milde Rezession von 1980, als die Renditen zuvor sehr hoch waren.

## US-Staatsanleihen in der Rezession

Rezessionen sind für Investoren nicht einfach, doch können die Anleihenpositionen eines diversifizierten Portfolios dann von fallenden Zinsen profitieren. Dazu betrachten wir die Drei- und Sechsmontatserträge amerikanischer Staatsanleihen. Am schwächsten waren sie etwa drei Monate vor, am stärksten etwa fünf Monate nach Rezessionsbeginn.

Abbildung 2: Durchschnittserträge amerikanischer Staatsanleihen vor und in der Rezession

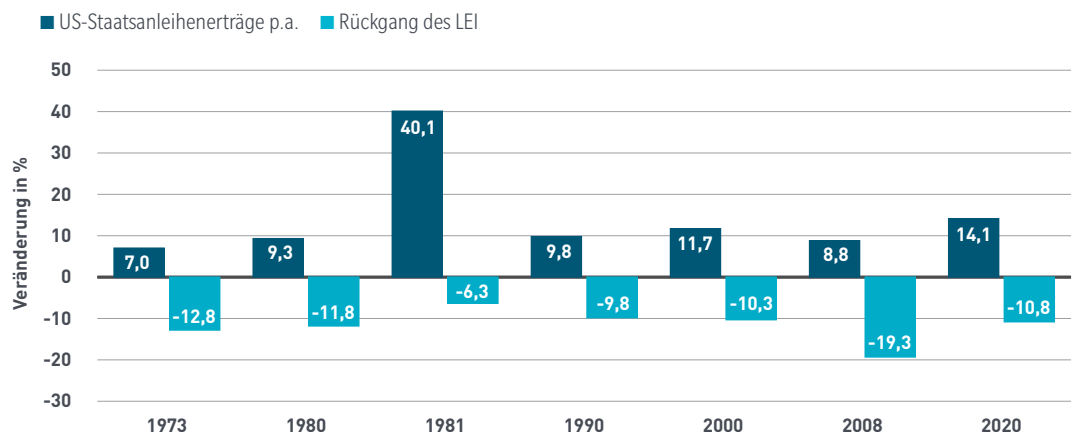
US-Staatsanleihen	3-Monats-Ertrag	6-Monats-Ertrag
6 Monate vor der Rezession	2,09%	2,92%
3 Monate vor der Rezession	0,22%	2,29%
Rezessionsbeginn	3,34%	3,58%
3 Monate nach Beginn	3,34%	3,58%
4 Monate nach Beginn	0,44%	2,76%
5 Monate nach Beginn	6,12%	7,15%
6 Monate nach Beginn	2,81%	5,96%
Rezessionsende	3,34%	7,31%
6 Monate nach der Rezession	1,15%	1,94%

Quelle: Bloomberg. Monatsdaten vom 31. Januar 1973 bis zum 31. Oktober 2020. US-Staatsanleihen: Bloomberg US Treasury Index. Bruttoerträge in US-Dollar. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Man sieht, dass sich die Anleihenperformance während der Rezession verbessert. Allerdings handelt es sich um eine rückwirkende Analyse, bei der Anfangs- und Endpunkte der Rezessionen bekannt waren. Um künftige Rezessionen zu prognostizieren, muss man auf bestimmte Signale achten.

Wichtige Informationen liefert der US-Frühindikatorenindex (LEI) des Conference Boards. Er fasst mehrere Konjunkturindikatoren zusammen, die dem Konjunkturzyklus in der Regel vorauslaufen. Seit 1973 ist der LEI zehn Mal unter null gefallen, worauf sieben Mal eine Rezession folgte. Bei den drei Fehlsignalen hatte er sich schon nach einem Monat wieder erholt. Ein nachhaltiger Rückgang auf Werte unter null ist also ein klarer Hinweis auf eine drohende Rezession. In den sieben Fällen, in denen der LEI die Rezession korrekt vorhersagte, begann er in der Regel sechs Monate vor ihrem Beginn zu fallen, also etwa beim Zinshoch. Etwa 14 Monate nach Rezessionsbeginn erreichte er seinen Tiefpunkt, fiel also weitgehend analog zu den Zinsen. Abbildung 3 zeigt die annualisierte Performance von US-Staatsanleihen vom Zeitpunkt, als der LEI erstmals unter null fiel, bis zum Ende seiner Schwächephase während der Rezession. Im Schnitt verdiente man in diesen Phasen mit US-Staatsanleihen 14,4%. Als Ergänzung zu risikobehafteten Titeln wie Aktien, die in der Rezession meist schwächer abschneiden, können Anleihen also Verluste begrenzen.

Abbildung 3: Erträge von US-Staatsanleihen bei einem fallenden LEI



Quellen: Bloomberg, Conference Board. Monatsdaten vom 31. Januar 1973 bis zum 30. April 2020. US-Staatsanleihen: Bloomberg US Treasury Index. Bruttoerträge in US-Dollar. Rückgang: stärkster Verlust des LEI z.Vj. im angegebenen Zeitraum. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

## Relative Entwicklung gegenüber anderen Assetklassen

Für die strategische Asset-Allokation ist es interessant, die Wertentwicklung von Anleihen mit der von anderen Assetklassen zu vergleichen. Das gibt Aufschluss darüber, wie sich Anleihen im Portfolio am besten einsetzen lassen.

Durch die jüngsten Zinserhöhungen wurden Geldmarktanlagen erstmals seit vielen Jahren wieder interessant. Wie Abbildung 4 zeigt, fallen Anleihen in Zinserhöhungsphasen meist hinter den Geldmarkt zurück. Die Vergangenheitsanalyse zeigt aber auch, dass nach der letzten Zinserhöhung, wenn das Leitzinsmaximum erreicht ist, Anleihen meist wieder interessant sind. Sie profitierten von den anschließenden Zinssenkungen und ließen den Geldmarkt während des Leitzinsmaximums und danach meist hinter sich.

Abbildung 4: US-Staatsanleihen und Geldmarktanlagen im Vergleich

Wertentwicklung		12 Monate vor dem Zinsmaximum	Während des Zinsmaximums*	12 Monate nach dem Zinsmaximum
<b>Leitzinsmaximum Jun. – Dez. 2000</b>	Geldmarkt	5,87	3,48	5,03
	US-Staatsanleihen	4,58	6,42	8,13
<b>Leitzinsmaximum Juli 2006 bis Juli 2007</b>	Geldmarkt	4,35	5,52	4,64
	US-Staatsanleihen	1,80	5,63	8,77
<b>Leitzinsmaximum Jan – Jul. 2019</b>	Geldmarkt	2,20	1,38	1,92
	US-Staatsanleihen	2,84	3,36	7,55
<b>Aktueller Zinserhöhungszyklus**</b>	Geldmarkt	3,92	noch offen	noch offen
	US-Staatsanleihen	-2,21	noch offen	noch offen

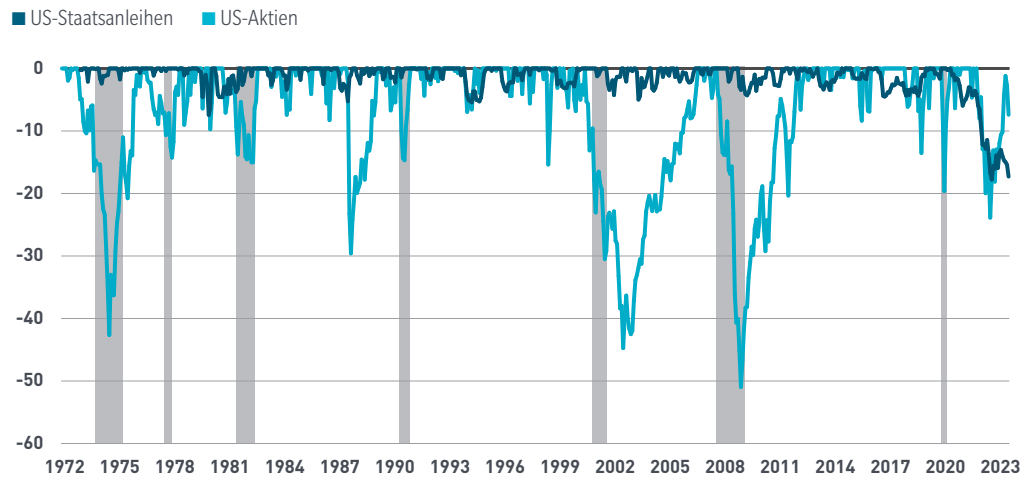
Quellen: Bloomberg, Factset, ICE BofA, US Federal Reserve. Monatsdaten vom 31. Januar 1988 bis zum 31. August 2023. US-Staatsanleihen mit mittlerer Laufzeit gemessen am Bloomberg US Treasury Intermediate Index. Geldmarkt: ICE BofA US Currency Deposit Offered Rate Constant Maturity (3M) Index. Bruttoerträge in US-Dollar. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

\* Annualisierte Erträge für die Zeit des Leitzinsmaximums, weil die Zeiträume unterschiedlich lang sind.

\*\* Für den aktuellen Erhöhungszyklus ist die Wertentwicklung in den letzten zwölf Monaten angegeben, Stand 31. Juli 2023.

Anders als bei Anleihen, die im Abschwung vom Gegensteuern der Notenbanken profitieren, geraten Aktien dann meist ins Hintertreffen. Abbildung 5 vergleicht die Staatsanleiherträge mit den Erträgen amerikanischer Aktien in den Rezessionen seit 1972. Anleihen verloren – wenn überhaupt – weniger und haben sich schneller wieder erholt. In den sieben berücksichtigten Rezessionen verloren US-Staatsanleihen im Schnitt maximal 3,6% (Maximum Drawdown), wobei sie sich nach durchschnittlich zehn Monaten von dem Verlust erholten. Der Maximum Drawdown von Aktien betrug hingegen durchschnittlich 38,4%. Es dauerte 44 Monate, also gut 3,5 Jahre, bis die Verluste wieder wettgemacht waren.

Abbildung 5: Verluste von US-Staatsanleihen und Aktien

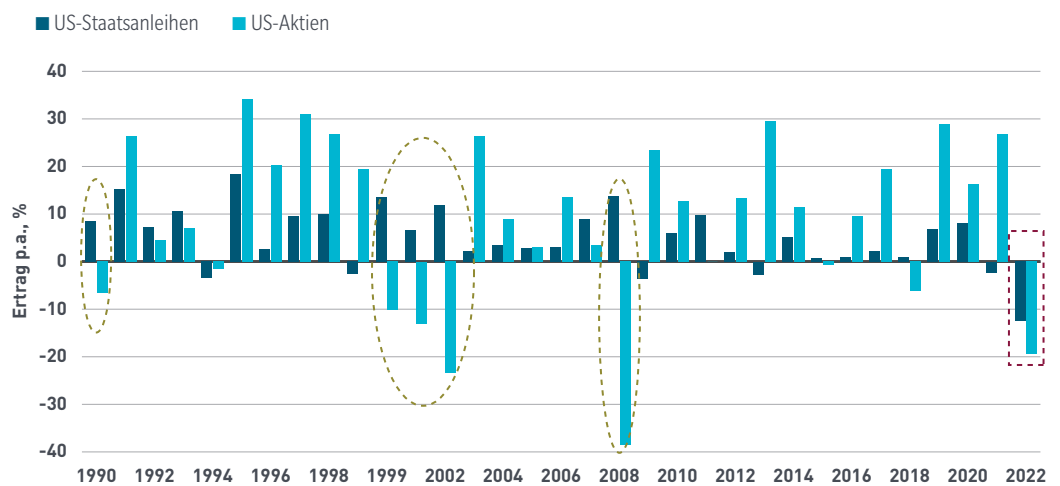


Quelle: FactSet. Monatsdaten vom 31. Oktober 1972 bis zum 29. September 2023. US-Aktien: S&P 500 Index. US-Staatsanleihen: Bloomberg US Treasury Index. Bruttoerträge in US-Dollar. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

### Diversifikationsvorteile

Da Festzinstitel weniger verloren und sich auch schneller wieder erholen, hat man mit Staatsanleihen auch in der Rezession verdient. Abbildung 6 vergleicht die Jahreserträge von Aktien und Anleihen in Verlustphasen. Man sieht auch hier, wie gut Anleihen diversifizieren und Verlustrisiken begrenzen können.

Abbildung 6: Jahreserträge von US-Staatsanleihen und Aktien

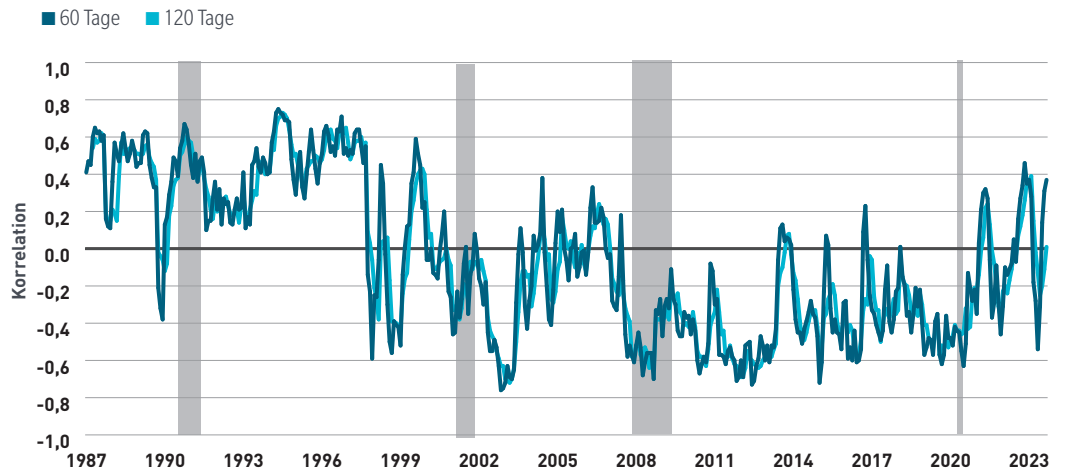


Quelle: Bloomberg. Jahresdaten von 1990 bis 2022. US-Aktien: S&P 500 Total Return Index. US-Staatsanleihen: Bloomberg US Treasury Index. Bruttoerträge in US-Dollar. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

2022 schien das aber nicht mehr uneingeschränkt zu gelten. Die Weltwirtschaft war mit einer Inflation konfrontiert, wie wir sie seit den 1980ern nicht mehr erlebt hatten. Die Geldpolitik wurde daher sehr schnell massiv gestrafft (Abbildung 6).

Die Korrelationen von Aktien und Anleihen können sich vor und nach einer Rezession ändern. Wie Abbildung 7 zeigt, waren die Korrelationen zwischen Staatsanleihen und Aktien meist viele Monate vor Rezessionsbeginn auf ein Maximum gestiegen, um dann bei ihrem Beginn und auch während der Rezession wieder zu fallen. In den von uns untersuchten Rezessionen kam es zu deutlichen Korrelationsrückgängen, vor allem in schweren Rezessionen wie 2008.

**Abbildung 7: Gleitende Korrelationen von US-Staatsanleihen und US-Aktien**



Korrelationsänderung(Minimum minus Maximum)	60 Tage	120 Tage	Jahre bis zum Minimum
26. Apr. 1989 ggü. 23. Mai 1991	-0,26	-0,18	2,08
28. Sep. 2000 ggü. 13. Sep. 2001	-0,66	-0,18	0,96
18. Okt. 2006 ggü. 6. Okt. 2008	-1,02	-0,84	1,97
29. Nov. 2019 ggü. 10. Mrz. 2020	-0,28	-0,09	0,28
<b>Durchschnitt</b>	<b>-0,55</b>	<b>-0,32</b>	<b>1,32</b>

Quelle: ICE BofA, Bloomberg. Monatliche Korrelationen auf Basis von Tagesdaten, 30. November 1986 bis 29. September 2023. US-Aktien: S&P 500 Index. US-Staatsanleihen: ICE BofA US Treasury and Agency Index. Bruttoerträge in US-Dollar.

Der Rückgang der Korrelation ist für Anlageportfolios meist gut, da dann das Portfoliorisiko fällt. Wenn etwa jemand zu 60% in Aktien mit einer Volatilität von 20% und zu 40% in Anleihen mit einer Volatilität von 5% investiert hätte, nähme das Gesamtrisiko bei einem Korrelationsrückgang um 0,35 Punkte um 70 Basispunkte ab. Das ist ein zusätzliches Argument für Anleihen, weil sie die Diversifikation erheblich verbessern und damit das Portfoliorisiko verringern.

### Die Auswirkungen von Anleihen auf das Portfolio

Doch welche Anleihenquote ist richtig? Jeder Anleger hat andere Ziele und eine andere Risikobereitschaft. Wir glauben aber, dass eine höhere Anleihenquote zu Beginn einer Rezession das Portfoliorisiko meist senken kann. Abbildung 8 vergleicht die Monatsverluste von drei hypothetischen Portfolios mit Anleihenquoten von 20% bis 60%.

Abbildung 8: Wertentwicklung eines hypothetischen Portfolios in der Rezession

Portfolio	Maximalverlust					
	Rezession 1980	Rezession 1982	Rezession 1991	Frühe 2000er Jahre	Internationale Finanzkrise	Corona
80% Aktien, 20% Anleihen	-8,47%	-8,49%	-10,95%	-6,72%	-39,54%	-9,30%
60% Aktien, 40% Anleihen	-7,25%	-6,54%	-8,38%	-3,75%	-29,40%	-6,25%
40% Aktien, 60% Anleihen	-6,08%	-4,57%	-5,79%	-0,79%	-17,88%	-3,21%
Differenz zwischen den Portfolios mit 60% und mit 20% Anleihen	2,39%	3,92%	5,16%	5,92%	21,66%	6,10%
S&P 500 Index	-9,73%	-13,28%	-13,83%	-9,68%	-48,45%	-12,35%
Bloomberg US Treasury Index	-4,91%	-1,08%	-1,44%	-1,24%	0,00%	0,00%

Quelle: Bloomberg. Monatsdaten vom 31. Dezember 1979 bis zum 30. April 2020. Bruttoerträge in US-Dollar. Aktien: S&P 500 Index. US-Staatsanleihen: Bloomberg US Treasury Index. **Hypothetische Portfolios, nur zur Illustration.**

Man sieht, dass der Maximalverlust von US-Aktien in den hypothetischen Portfolios deutlich höher war als der Maximalverlust von US-Anleihen und dass eine höhere Anleihenquote die Volatilität verringert hat. Außerdem drehten Staatsanleihen in der Vergangenheit lange vor Aktien wieder ins Plus. Für einen Investor kann es sich daher lohnen, das Portfolio dann wieder auf die Zielallokation zurückzuführen – also Aktien zu kaufen, wenn sie mit einer höheren Wahrscheinlichkeit Gewinne erwirtschaften. Dann kann das Portfolio vor Beginn des nächsten Konjunkturzyklus gestärkt werden.

## Fazit

Jede Rezession ist anders. Wir glauben aber, dass sich Anleiheninvestitionen auch in künftigen Rezessionen lohnen. Weil die Notenbanken auch weiterhin Zinsen erhöhen und wieder senken, rechnen wir damit, dass die bekannten Zusammenhänge auch in Zukunft gelten. Vor der Rezession steigen die Zinsen, um kurz vor Rezessionsbeginn und in den ersten vier bis fünf Monaten der Rezession zu fallen. Auch glauben wir, dass das Diversifikations- und Risikosenkungspotenzial von Anleihen gegenüber Aktien Anlegern auch in künftigen Schwächephasen hilft. Wenn sich eine Rezession zusammenbraut, sollte man unbedingt über Anleihen nachdenken. ▲



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 der MFS Investment Solutions Group, eines Teils der Vertriebspartie 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.

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. (SIPC-Mitglied); **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, 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.