

Big Mac(ro) zur Anleihenallokation: FIFOMO

Autor



Benoit Anne
Managing Director
Investment Solutions Group

Immer wieder sind Anleger von Ängsten geplagt. Die neue Angst von Anleiheninvestoren dürfte die FIFOMO sein – die Fixed Income Fear of Missing Out. Aber das ist gut. Da die Konjunktur echte Fortschritte gemacht hat, die Notenbanken Zinssenkungen in Aussicht stellen und die Bewertungen günstig sind, könnte jetzt viel für größere Anleihenpositionen sprechen.

Kommt jetzt Goldilocks? In den USA scheint das Rezessionsrisiko nachgelassen zu haben, vor allem wegen des stabilen Konsums und der guten Fundamentaldaten amerikanischer Unternehmen. Die US-Konjunktur lässt zwar nach, aber nicht so stark, dass man wirklich eine Rezession fürchten muss. Unser Konjunkturindikator signalisiert zwar einen möglichen Abschwung, aber keinen drohenden Einbruch (Abbildung 1). Auch die Preisstabilität macht Fortschritte. In einem Jahr könnte der PCE-Kernindex, der wichtigste Inflationsindikator der Fed, wieder bei etwa 2% liegen. Vor allem aber stellt die Notenbank ein Ende der Zinserhöhungen in Aussicht. Vorbei wären dann die Zeiten, in denen man die Geldpolitik fürchten muss. Für Anleihen kann das nur gut sein.

Abbildung 1: Der Business Cycle Indicator (BCI) fasst ausgewählte Frühindikatoren für die US-Konjunktur zusammen



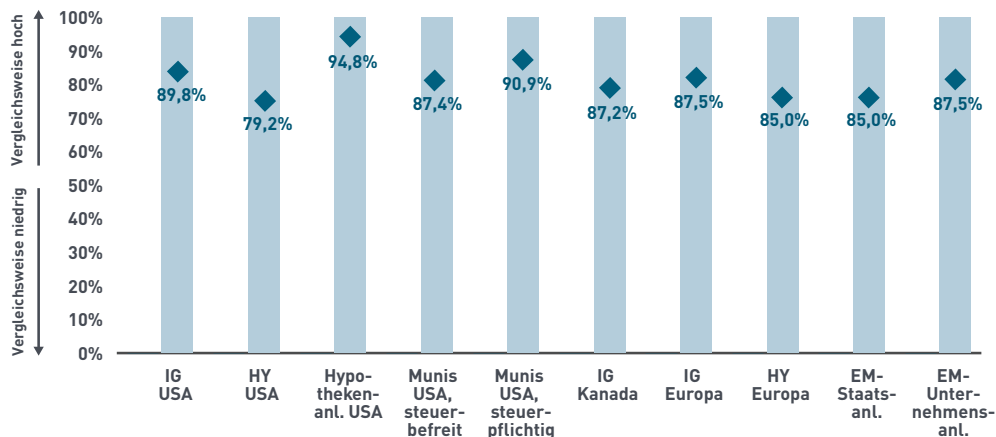
Quelle: Bloomberg. Monatsdaten von Dezember 1961 bis Oktober 2023. Der BCI fasst die Z-Scores von 23 Variablen zusammen. Rezessionen nach Definition des National Bureau of Economic Research (NBER) sind grau unterlegt. Der Z-Score gibt gemessen in Standardabweichungen an, wie stark ein bestimmter Datenpunkt über oder unter dem Mittelwert liegt. Die blaue Linie steht für einen Z-Score von minus 0,90, also eine erhebliche Abweichung vom Mittelwert.

In der Reihe „Big Mac(ro)“ analysieren wir regelmäßig aktuelle Anleihen- und Konjunkturthemen.



Anleihen bleiben attraktiv bewertet: Für langfristige Investoren scheinen sie uns zurzeit sehr interessant. Selbst nach der jüngsten Kursrallye sind ihre Erträge im Vergangenheitsvergleich attraktiv. Die Renditen sind so hoch wie nur selten in den letzten zehn Jahren; in den meisten Marktsegmenten liegen sie in einem hohen 80er- oder 90er-Perzentil (Abbildung 2). Natürlich scheinen die Credit Spreads bisweilen niedrig, aber wichtig für den Ertrag sind die Gesamrenditen, die auch den risikolosen Zins enthalten. Und die Streuung der Spreads bietet Chancen für aktive Assetmanager, die Bewertungsdifferenzen nutzen wollen.

Abbildung 2: Perzentil der aktuellen Renditen im Zehnjahresvergleich

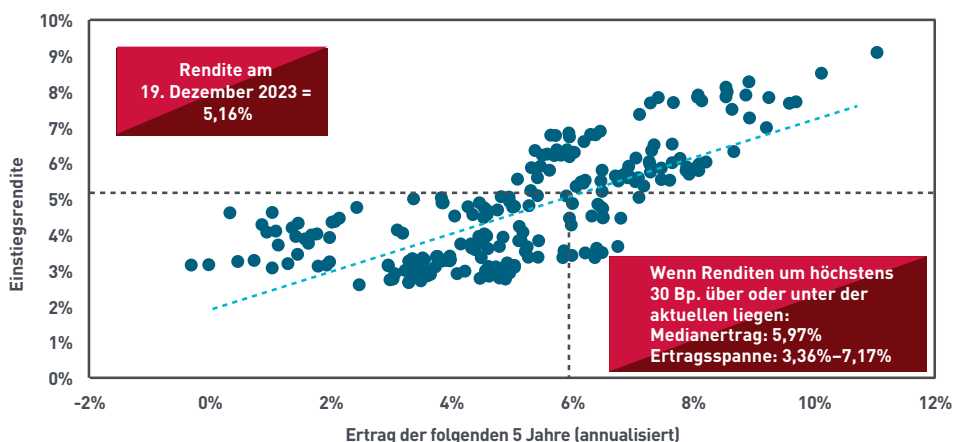


Quelle: Bloomberg. Tagesdaten vom 18. Dezember 2013 bis zum 18. Dezember 2023. Investmentgrade (IG) USA: Bloomberg US Aggregate Corporate Index. High Yield (HY) USA: Bloomberg US Corporate High Yield Index. Hypothekenanleihen USA: Bloomberg US MBS Index. Emerging-Market-Staatsanleihen: JPMorgan EMBI Global Diversified Index. Emerging-Market-Unternehmensanleihen: JPMorgan CEMBI Broad Diversified Index. IG Euro: Bloomberg Pan-European Aggregate Corporate Index. HY Euro: Bloomberg Pan-European High Yield Index. IG Kanada: Bloomberg Canada Aggregate Corporate Index. Aggregate USA/steuerpflichtige Municipals: Bloomberg US Taxable Municipal Aggregate Eligible Index.

Bei Anleihen zählt der Einstiegszeitpunkt. Durch die derzeit attraktiven Renditen hat sich der Ertragsausblick deutlich verbessert. Schon oft folgten auf Einstiegsrenditen wie heute ordentliche Erträge: Bei einer Einstiegsrendite von 5,16% (± 30 Basispunkte) hat man mit amerikanischen Investmentgrade-Anleihen in den folgenden fünf Jahren im Median 5,97% verdient, mit Erträgen zwischen 3,36% und 7,17% (Abbildung 3). Gut ist auch, dass wichtige Notenbanken die Zinsen senken wollen. Abbildung 4 zeigt am Beispiel amerikanischer Investmentgrade-Titel, dass höhere Erträge deshalb wahrscheinlicher geworden sind. Bei einer Einstiegsrendite von 5,16% (und unter der Annahme, dass sich die Spreads im nächsten Jahr nicht ändern und das Zinsniveau um 60 Basispunkte fällt) sind 9,43% Jahresertrag möglich. Der hypothetische Einjahresertrag entspricht der Einstiegsrendite abzüglich des Produkts aus Renditeänderung (kombinierte Änderung von risikolosem Zins und Spread) und Indexduration. Bei einer Einstiegsrendite von 6% und einer Indexduration von 7 würde ein Zins- und Spreadrückgang von zusammen 50 Basispunkten im kommenden Jahr zur Folge haben, dass man mit einem Einjahresertrag von etwa 9,5% rechnen kann ($6\% - (-0,50\% \times 7)$).



Abbildung 3: US-Investmentgrade-Unternehmensanleihen:
Einstiegsrendite und Ertrag der folgenden 5 Jahre



Quelle: Bloomberg, Bloomberg US Aggregate Corporate Index. Monatsdaten von Januar 2000 bis November 2023. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Erträge.

Abbildung 4: Ertragserwartungen amerikanischer Investmentgrade-Anleihen
bei unterschiedlichen Zins- und Spreadentwicklungen

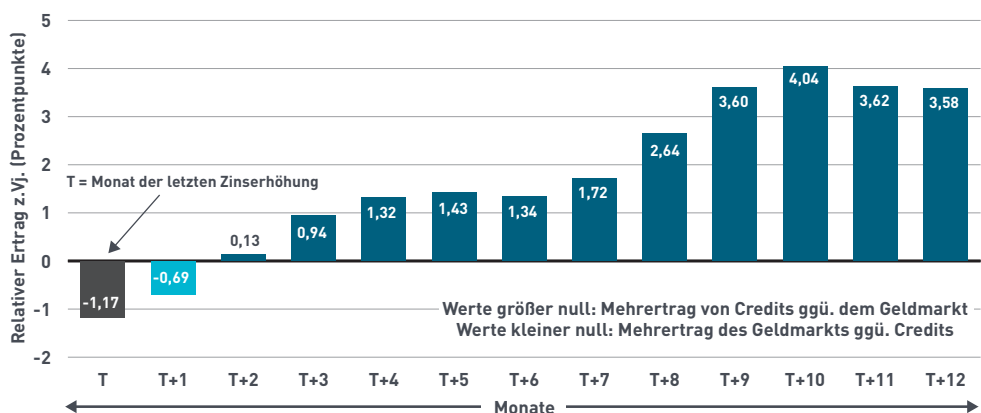
US IG	Spreadänderung in den nächsten 12 Monaten (Bp.)										
	-90	-60	-30	0	30	60	90	120	150	180	210
+150	0,89	-1,24	-3,37	-5,51	-7,64	-9,77	-11,90	-14,04	-16,17	-18,30	-20,44
+120	3,03	0,89	-1,24	-3,37	-5,51	-7,64	-9,77	-11,90	-14,04	-16,17	-18,30
+90	5,16	3,03	0,89	-1,24	-3,37	-5,51	-7,64	-9,77	-11,90	-14,04	-16,17
+60	7,29	5,16	3,03	0,89	-1,24	-3,37	-5,51	-7,64	-9,77	-11,90	-14,04
+30	9,43	7,29	5,16	3,03	0,89	-1,24	-3,37	-5,51	-7,64	-9,77	-11,90
0	11,56	9,43	7,29	5,16	3,03	0,89	-1,24	-3,37	-5,51	-7,64	-9,77
-30	13,69	11,56	9,43	7,29	5,16	3,03	0,89	-1,24	-3,37	-5,51	-7,64
-60	15,83	13,69	11,56	9,43	7,29	5,16	3,03	0,89	-1,24	-3,37	-5,51
-90	17,96	15,83	13,69	11,56	9,43	7,29	5,16	3,03	0,89	-1,24	-3,37
-120	20,09	17,96	15,83	13,69	11,56	9,43	7,29	5,16	3,03	0,89	-1,24
-150	22,22	20,09	17,96	15,83	13,69	11,56	9,43	7,29	5,16	3,03	0,89

Quelle: Bloomberg. US-Investmentgrade-Anleihen gemessen am Bloomberg US Aggregate Corporate Index. Auf Basis der Rendite und der Duration am 18. Dezember 2023. 1-Jahres-Ertragserwartungen: laufende Rendite plus Nettoveränderung von „risikolosem“ Zins und Spread, multipliziert mit der Duration. Hinweise auf künftige erwartete Erträge und eine künftige Performance sind keine Versprechen oder Schätzungen der tatsächlichen Performance, die ein Anleger erzielen kann; man sollte sich daher nicht auf diese Angaben verlassen. Prognosen nur zur Illustration. Sie sollten nicht als Beratung, Empfehlung oder Performancegarantie interpretiert werden. Die Prognosen beruhen auf subjektiven Schätzungen und Annahmen, die noch nicht erfüllt sind und möglicherweise auch nicht erfüllt werden. Die Projektionen unterliegen Einschränkungen, weil sie nicht auf tatsächlichen Transaktionen beruhen, sondern auf Modellen und von MFS® zusammengestellten Daten. Die Ergebnisse sind keine tatsächlichen und auch kein Hinweis auf mögliche künftige Ergebnisse. Die Performance der einzelnen Investoren kann stark von diesen Zahlen abweichen.

Vielleicht sollte man jetzt vom Geldmarkt wieder in Anleihen umschichten. Wenn Anleger Risiken meiden wollen, investieren sie meist viel am Geldmarkt. Das gilt vor allem nach den beiden letzten schwierigen Jahren. So oder so befinden wir uns an einem wichtigen Wendepunkt. Meist fallen Geldmarktanlagen unmittelbar nach dem Leitzinsmaximum der Notenbank hinter Credits zurück. Genau hier stehen wir jetzt (Abbildung 5). In nächster Zeit dürften Mehrerträge von Geldmarktanlagen gegenüber Credits sehr viel unwahrscheinlicher werden, zumal mit Leitzinssenkungen zu rechnen ist.



Abbildung 5: Entwicklung des Mehrertrags kurz laufender Credits ggü. dem Geldmarkt nach der letzten Leitzinserhöhung

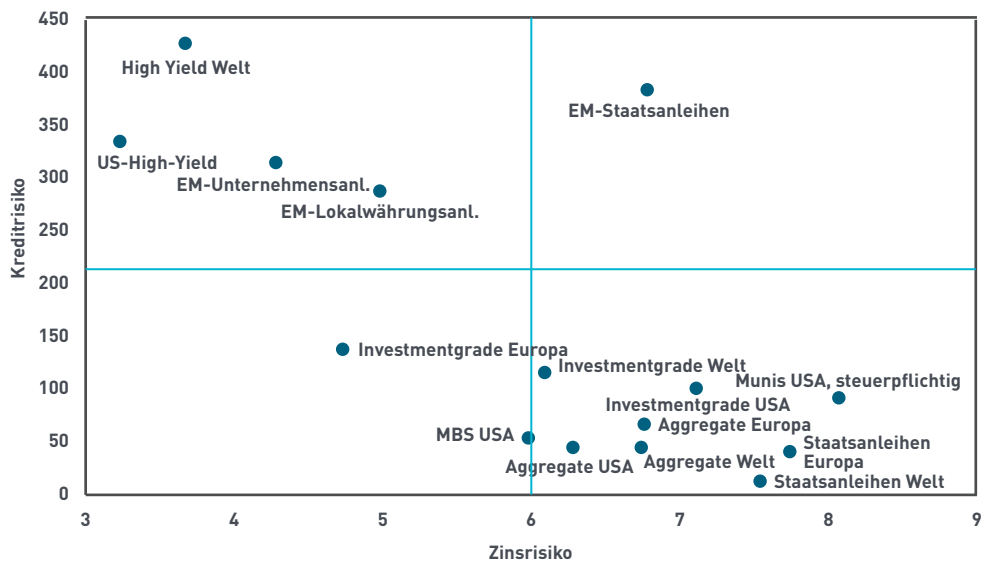


Quellen: Bloomberg, FRED-Datenbank der Fed, ICE BofA. Proxy für den Geldmarkt: Zins 3-monatiger amerikanischer Certificates of Deposit (CDs). Kurz laufende Credits: ICE BofA 1–3 Year US IG Corporate Credit (C1A0). Monatsdaten von Januar 1982 bis Juli 2023, nicht saisonbereinigt. Durchschnitt aus den sechs Zinserhöhungszyklen der Fed seit 1982.

Wir halten Anleihen zurzeit für sehr aussichtsreich: Die Anleihenmärkte haben zurzeit wirklich jedem etwas zu bieten, unabhängig von Risikobereitschaft, Anlagezielen oder anderen Überlegungen. Natürlich haben Anleihen sowohl Durations- als auch Kreditrisiken. Deren Kombination unterscheidet sich von Marktsegment zu Marktsegment, was zu einer Vielzahl von Möglichkeiten führt (Abbildung 6). Zurzeit sind wir sowohl für das Durations- als auch für das Kreditrisiko optimistisch, weshalb wir eher risikoreichere Segmente bevorzugen, vor allem Emerging-Market-Titel und europäische High-Yield-Anleihen. Diese Einschätzung beruht auf unserem optimistischeren Konjunkturausblick und den attraktiven Einstiegsrenditen.



Abbildung 6: Anleihen: Durations- ggü. Kreditrisiko



Quelle: Bloomberg. Stand 19. Dezember 2023. Spreads gegenüber US-Staatsanleihen. Spreads von Emerging-Market-Lokalwährungsanleihen gegenüber einer Kombination aus 33% fünfjährigen Bundesanleihen und 67% fünfjährigen US-Staatsanleihen. Aggregate USA: Bloomberg US Aggregate Index. Aggregate Welt: Global Aggregate Index. Investmentgrade USA: Bloomberg US Aggregate Corporate Index. High Yield USA: Bloomberg US Corporate High Yield Index. Emerging-Market-Staatsanleihen: JPMorgan EMBI Global Diversified Index. Investmentgrade Europa: Bloomberg Pan-European Aggregate Corporate Index. High Yield Europa: Bloomberg Pan-European High Yield Index. Investmentgrade Welt: Bloomberg Global Aggregate Corporate Index. Aggregate USA/steuerpflichtige Municipals: Bloomberg US Taxable Municipal Aggregate Eligible Index.

Alles in allem halten wir Anleihen wieder für eine attraktive Assetklasse, zumal die Rezessionsrisiken nachgelassen haben und die Bewertungen im Vergleich attraktiv sind. ▲



Anlagen in Schuldtitel können an Wert verlieren, wenn sich die (tatsächliche oder wahrgenommene) Kreditqualität des Emittenten, Schuldners, Kontrahenten bzw. anderer zahlungsverantwortlicher Personen/Unternehmen 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 starker reagieren und sind dadurch volatil. 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.

Die Informationen stammen aus Quellen, die wir für verlässlich halten. J.P. Morgan übernimmt aber keine Garantie für ihre Vollständigkeit und Genauigkeit. Der Index wird mit Genehmigung von J.P. Morgan genutzt. Er darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von J.P. Morgan weder vervielfältigt noch genutzt oder weiterverbreitet werden. Copyright 2023, J.P. Morgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

Die hier dargestellten Meinungen sind die der MFS Investment Solutions Group, eines Teils der Vertriebspartei 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. **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) (ABN 68607 579 537) 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.