«Ab jetzt schlägt die Stunde für Anleihen»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT ANDREW BALLS Der CIO Global Fixed Income bei Pimco erklärt die positive Korrelation von Aktien und Anleihen für bald beendet. Anleihen bieten eine hohe Rendite.

Höchst bei den Renditen und Tiefst bei den Preisen zu treffen, sei eine Kunst und kein Handwerk und ein perfektes Timing des Marktes somit unmöglich, gibt Andrew Balls, Manager bei Pimco, einem der grössten Vermögensverwalter der Welt, zu bedenken. Doch festverzinsliche Papiere seien attraktiver als Aktien. Anleihen könnten eine stattliche Rendite einbringen.

Herr Balls, die hohe positive Korrelation von Aktien und Anleihen hat in diesem Jahr in vielen Portfolios ein Blutbad angerichtet. Die Kurse beider Anlageklassen brachen ein. Wird es auf dem Weg nach oben ähnlich sein? Gibt es dann parallele Kursgewinne?
Hauptschuldig an dieser unschönen Korrelation war und ist die Inflation. Damit einhergehend haben sich die Erwartungen der Marktteilnehmer an die Notenbanken und deren Geldpolitik dem Umfeld angepasst. Die Zinsen sind daher deutlich gestiegen und führten zu Kursverlusten bei vielen Anlageklassen, vorab bei den Anleihen. Allerdings muss auch betont werden, dass die diesjährigen Korrekturen an den Börsen auf starke Kursgewinne im vergangenen Jahr folgten.

Bleibt die positive Korrelation somit erst einmal bestehen?
Die Veröffentlichung der US-Inflationszahlen für Oktober hat erneut zu gleichgerichteten Kursbewegungen bei Aktien und Anleihen geführt. Die Erleichterung über die schwächere Teuerungsdynamik hat eine Mini-Rally der Wertpapiere ausgelöst. Dies macht deutlich, dass die Inflationsentwicklung die Schlüsselgrösse schlechthin bleibt. Sobald der Markt überzeugt ist, dass sich die Inflation nachhaltig abschwächt, und sich die Zentralbanker entsprechend äussern, wird die altbewährte negative Korrelation zwischen den Aktien und den festverzinslichen Papieren wieder hergestellt sein, und Bonds erlangen ihre defensive Qualität zurück.

Was passiert, wenn die globale Rezession immer mehr zur Gewissheit wird?
Wir rechnen mit einer eher milden Rezession in den USA, in der Eurozone und in Grossbritannien. Zudem sollte sich die Inflation langsam abkühlen. Dann stellt sich natürlich die Frage, in welchen Anlageklassen die Rezession schon eingepreist ist und wo nicht. Das wird über den Nachholeffekt bei den Kursen entscheiden.

«Wenn ich Aktien und Unternehmensanleihen vergleiche, dann ist bei den Bonds bereits mehr Rezessionsrisiko eingepreist.»

Ist die Rezession in den Anleihenkursen denn schon eingepreist?
Wenn ich die klassischen Risikoanlageklassen vergleiche, also Aktien und Unternehmensanleihen, dann ist bei den Bonds deutlich mehr Rezessionsrisiko eingepreist. Die Bewertung der Aktien und die Gewinnerwartungen der Analysten signalisieren hingegen noch kein erhöhtes Risiko für eine Rezession. Im Anleihenmarkt sind die Renditen extrem gestiegen, und die Erwartung einer weitere Straffung durch die Notenbanken ist in den Kursen enthalten. Sollten die Wirtschaftsdaten jedoch schwächer ausfallen als erwartet, dann steht einer Rally bei den Anleihen nichts mehr im Wege. Aktien würden dann aufgrund der Rezessionssorgen unter die Räder kommen.

Damit wäre die negative Korrelation wieder hergestellt.
Ja, genau. Selbst wenn das normale Verhaltensmuster in der kurzen Frist nicht zum Tragen kommt, mittelfristig werden Anleihen ihre Funktion als Stabilisator im Portfolio wieder erfüllen und Renditen liefern, die viel mehr mit dem langfristigen Durchschnitt übereinstimmen.

BILD: ZVG

«Hauptschuldig an dieser unschönen, positiven Korrelation ist die Inflation.»

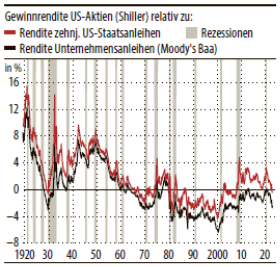
Drückt sich das in Ihrer Positionierung aus?
Die Gefahr für die Performance von Aktien ist unserer Meinung nach grösser, und daher würden wir sie auch untergewichten zugunsten von Unternehmensanleihen, bei denen wir Potenzial für eine gute Rendite erkennen.

Werden die Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen in den kommenden Monaten noch steigen?
Die Kurse von Unternehmensanleihen spiegeln bereits unsere Erwartung einer milden Rezession. Natürlich könnte der Wirtschaftsabschwung noch deutlicher ausfallen und dadurch zu höheren Risikoprämien führen. Anders als in den vergangenen Jahren haben die Notenbanken jedoch kaum die Möglichkeit, Risikoanlageklassen zu stützen, falls dies nötig würde. Schliesslich gilt es, die Inflation zu bekämpfen. Derzeit erwartet der Markt, dass das Fed in der ersten Jahreshälfte 2023 den Zinserhöhungszyklus beendet und dann relativ rasch die Leitzinsen wieder senkt. Das mag zu optimistisch sein, und Unternehmensschuldner könnten schwierigere Zeiten erleben als in den Zyklen der vergangenen zehn Jahre.

Werden sich die Zahlungsausfälle bei Unternehmensschuldnern häufen?
Wir gehen davon aus, dass die Ausfallquoten noch etwas steigen. Deshalb bevorzugen wir Unternehmensanleihen mit Anlagequalität und mit guter Bonität, die inzwischen eben auch stattliche Zinsen abwerfen, und meiden dagegen Hochzinsanleihen. Derzeit liegt die Ausfallquote von Hochzinsanleihen in Europa bei etwa 2%. Sollte sich keine schwere Rezession abzeichnen, könnte sie sich auf 3% zubewegen. Das entspricht dem langfristigen Mittel.

Die Emittenten von Hochzinsanleihen stehen im Vergleich zu früheren Zyklen aber recht solide da?

Mehr Rendite mit Anleihen



Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, sp

Das ist richtig. Alles in allem sehen die Fundamentaldaten der Unternehmen relativ gesund aus, insbesondere in den defensiven Sektoren. Das Umsatzwachstum und der Gewinn haben sich im Laufe des Jahres kaum verändert, trotz einer bereits einsetzenden Wirtschaftsabschwächung. Die Ausgangslage ist daher selbst für die schwachen Emittenten vorteilhafter als in anderen Zyklen. Die Bilanzen sind stark und die Liquiditätspolster vorhanden. In den vergangenen zwei Jahren haben sich viele Anleiheemittenten bei extrem tiefen Zinsen refinanziert. Das hilft, den Schock des Zinsanstiegs abzudämpfen.

Und dennoch bevorzugen Sie Anleihen hoher Qualität?
Die nominalen Renditen haben dermassen angezogen, dass es kaum Sinn ergibt, sich bei den Bonds in die höheren Risiken vorzuwagen. Entlang der gesamten US-Zinskurve können sehr hohe Renditen erzielt werden. Ein zweijähriger Treasury wird mit annähernd 4,5% verzinst. Wenn Sie in ein hochwertiges US-Portfolio investieren, bestehend aus Staatsanleihen und Unternehmensanleihen guter Bonität, wird eine Rendite um 6% erzielt. In europäischen Bondportfolios erreichen wir fast 4%. Angesichts der Rezessionsrisiken ist man da gut aufgehoben, auch ohne konjunkturabhängige Anlagen.

Geben Sie einer Region den Vorzug?
Wir halten ein Übergewicht an US-Anleihen. In Europa sind die Nominalrenditen niedriger, und die Abhängigkeit der Unternehmenslandschaft von Energielieferungen aus dem Ausland ist höher. Der Krieg in der Ukraine ist ein zusätzliches Risiko.

«Selbst für schwächere Emittenten ist die Ausgangslage vor der Rezession vorteilhafter als in früheren Konjunkturzyklen.»

Der Höhenflug des Dollars hatte das Potenzial, die Rendite von US-Anleihen noch zu erhöhen, sofern man das Währungsrisiko nicht abgesichert hatte.
Ja, aber wir würden da keine Wetten eingehen. Mittlerweile ist der Dollar stark überbewertet. Solange das Fed den Zinsvorteil hält, stützt dies den Greenback noch, aber gegen Ende dieses Höhenflugs halten wir kein Übergewicht an Dollarpositionen.

Welches Segment des Anleihenmarktes oder welche Geografie meiden Sie eher?
Wir sind in japanischen Anleihen untergewichtet. Die Kontrolle der Zinskurve durch die Notenbank erlaubt keinerlei Bewegung der Zinsen. Sollten die Währungshüter in Tokio von der aktuellen Geldpolitik abrücken, dürften die Zinsen dort unter Aufwärtsdruck geraten, entsprechend werden die Kurse der Bonds fallen. Der Notenbankchef wird im kommenden Frühjahr sein Amt abgeben. Bis dahin bleibt der Markt uninteressant.

Könnte die Aufgabe der Kurvenkontrolle zur Explosion japanischer Zinsen führen?
Das glaube ich nicht, denn eine Lockerung der Kontrolle 2023 wird allgemein erwartet. Die Notenbanker können die Kontrolle auch sequenziell lockern und so ein Tantrum des Marktes verhindern.

Die EZB-Mitglieder wollen kommenden Monat die Reduktion der Anleihenbestände diskutieren. Was ist dann an der Zinsfront zu erwarten?
Auch die europäischen Währungshüter werden die Bilanz sehr behutsam und langsam auf ein normaleres Niveau zurückführen. Da würde ich keine grossen Verwerfungen erwarten.

INTERVIEW: SYLVIA WALTER

Markttechnik

Wie ist der Dax einzuschätzen?

Seit seinem zyklischen Tief von Ende September hat der Deutsche Aktienindex (Dax) bis Ende letzter Woche 22% zugelegt. Damit notiert er noch 8% unter dem Stand von Ende 2021.

Es ist kein Zufall, dass die Unterstützung auf der unteren Begrenzung des 20-Monate-Bollinger-Bandes leicht unter dem steigenden 40-Monate-Durchschnitt einsetzte. Das ist ein Bereich, in welchem die meisten Korrekturen in den meisten Aktienindizes über Jahrzehnte Halt gefunden haben. Daher habe ich die Regel aufgestellt, dass ein Bärenmarkt erst angenommen werden kann, wenn die Kurse unter einem flach verlaufenden 40-Monate-Durchschnitt gefallen sind, und das 20-Monate-Bollinger-Band nach unten gedreht hat.

Investiert bleiben

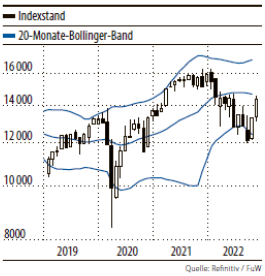
Die Anwendung der Regel hat vor allem den Vorteil, langfristig orientierte Anleger in volatilen, von Unsicherheit geprägten Phasen im Markt zu halten. Das ist wichtig, denn die Korrekturphasen enden abrupt. Trendwenden nach Bärenmärkten weisen klar erkennbare Signale auf, die Enden von Korrekturphasen aber nicht. Wenn man nicht im Markt ist, verpasst man einen erheblichen Teil des ersten Anstiegs nach einer Korrektur.

Überdies fallen in einem «richtigen» Bärenmarkt um die 90% der Aktien, in einer Korrektur zwischen 50 und 70%. Auf zwölf Monate weisen dann auch tatsächlich 40% der Konstituenten des Dax steigende oder stabile Kurse auf, 60% sind deutlich gefallen. Im «richtigen» Bärenmarkt 2008 sind 100% der Dax-Konstituenten gefallen.

Die Erholung ist meines Erachtens keine Bärenmarktrally. Der Begriff würde voraussetzen, dass ein Bärenmarkt im Gange ist, der durch ein Strohfeuer unterbrochen wurde, und dass der Dax nach Erlöschen des Strohfeuers einen neuen Tiefstkurs aufsuchen würde.

Nimmt man den Begriff ernst, müsste man in steigenden Kursen verkaufen und fallende Kurse nicht zum Kauf nutzen. Das kann man in einer Korrektur tun, besser aber ist es, wenn man in relativ starken Aktien konsequent investiert bleibt und die schwachen meidet. Oder, wenn man die schwachen hat, verkauft, ohne Rücksicht auf den Einstandskurs.

Dax



Quelle: Refinitiv / FuW

Dax gegenüber MSCI Welt

Für den Dax gilt die gleiche Regel wie für einzelne Aktien: Interessant ist er nur, wenn er relative Stärke zum MSCI Welt aufweist. Vom 19. Mai 2017 bis zum 9. September 2020 entwickelte sich der Dax stets unterhalb des 50-Wochen-Durchschnitts relativ zum MSCI Welt. Das heisst, dass er während gut zwei Jahren unattraktiv war. Das bedeutet aber nicht, dass man keine Dax-Konstituenten haben durfte. Sie mussten lediglich – gemessen am MSCI Welt – relative Stärke aufweisen.

Ende September hat sich eine Wende des relativen Trends des Dax zum MSCI Welt aus einem sehr tiefen Niveau eingestellt. Das relative Momentum des Dax ist seit dem 9. September deutlich positiv. Trotzdem würde ich den Dax als ETF nicht kaufen, weil nach wie vor lediglich 40% der Konstituenten wirklich attraktiv sind. Das heisst, dass ich zu viele Aktien mitschleppen würde, die ich gar nicht haben möchte. Das ist das Problem aller breit verfassten Indizes, solange die Marktbreite nicht erheblich zunimmt. Selbst die Sektorenindizes sind nicht interessant. Man muss mindestens auf Ebene der MSCI-Industrien gehen, um interessante Anlagen zu finden, sofern man nicht in der Lage ist, Einzelaktien auszuwählen und zu bewirtschaften.

ALFONS CORTÉS, www.alfonscortes.com

Die Meinung des Autors muss nicht mit der der Redaktion übereinstimmen.

Meinungen zur Börsenlage

Interessante Obli

2022 ist geprägt von hartnäckiger Inflation, die die Notenbanken – allen voran die Fed und die Bank of England – veranlasst hat, an der Zinsschraube zu drehen. Die Zinserhöhungen führten bei Obligationen zu einer erhöhten Volatilität und zu Kurskorrekturen. Erfreulich ist, dass Obligationen nun mehr Rendite abwerfen und attraktiver bewertet sind als noch vor einem Jahr. Auch wenn die Leitzinsen kurzfristig steigen könnten, erwarten wir, dass der Zinshöhepunkt näherrückt. In den USA ist der Inflations-Peak womöglich bereits vorbei. Historisch erreichten die Renditen von US-Staatsanleihen mit längerer Laufzeit ihren Höhepunkt meistens bereits vor dem Ende einer Phase von Leitzinserhöhungen. Deshalb könnten sich für Anleihen Opportunitäten ergeben. Interessant sind zudem Franken-Investment-Grade-Anleihen und US-Staatsanleihen mittlerer Duration. **LUZERNER KANTONALBANK**

Aktien statt Obligs

Bei Schwellenländern gilt die Devise: auf Aktien statt Obligationen setzen. Schwellenländeraktien sind eine der am stärksten fehlbewerteten Anlageklasse – mit äusserst ansprechenden Bewertungen. Rentabilität, freier Cashflow und Dividendenrenditen sind gestiegen, und für das kommende Jahr wird eine Erholung des Gewinnwachstums erwartet. Auch die demografische Entwicklung und Urbanisierung sorgen für eine Beschleunigung des Wachstums. Auf der Anleihenseite sieht die Situation anders aus. Auch wenn die Fundamentaldaten der Schwellenländer im Allgemeinen solide aussehen, erhalten die Anleihen dieser Länder kräftigen Gegenwind aufgrund des makroökonomischen Umfelds. Der Sturm des Ausverkaufs der Rentenmärkte, flankiert von neuen Höchstständen des US-Dollars, hat sie mitgerissen.

LAZARD ASSET MANAGEMENT

Aktientipps

Die Märkte haben positiv auf die jüngsten Fed-Protokolle reagiert. Das erstaunt nicht: Das Ausbleiben von schlechten Nachrichten ist eine gute Nachricht. Die Chancen stehen gut, dass den Notenbanken eine weiche Landung gelingt, was in den Aktienkursen enthalten zu sein scheint. Am Aktienmarkt muss trotzdem selektiv vorgegangen werden. Kaufenswert sind Waste Management. Die 5-Mrd.-$-Akquisition von Advanced Disposal zementiert die Führungsposition in der 80-Mrd.-$-Branche für Abfälle und Recycling und erhöht den Marktanteil auf fast 25 %. Die geografische Vielfalt und die starke Preissetzungsmacht von Air Liquide sorgen weiterhin für einen soliden Cashflow und sprechen für den Kauf der Titel. SGS ist Marktführer auf dem strukturell attraktiven Prüf-, Inspektions- und Zertifizierungsmarkt, der nach dem Krisenjahr 2020 wieder an Fahrt gewonnen hat und dynamisch wächst. **VT WEALTH MANAGEMENT**