

Statements von Chris Iggo, CIO Core Investments bei AXA Investment Managers

„Mind the Gap“

- Noch nie war der Unterschied zwischen der realisierten Inflation und dem Niveau der Anleiherenditen so groß.
- Selbst wenn sich die Inflation im Einklang mit den Zielen der Zentralbanken auf einem niedrigeren Niveau einpendelt, sind die Anleiherenditen immer noch niedrig.
- Eine Rendite von 2,5 Prozent für zehnjährige US-Staatsanleihen ist nicht ausgeschlossen, wenn die US-Notenbank ihre Anleihekäufe reduziert und die Zinsen im Jahr 2022 anhebt.
- Davon könnten auch Aktien nicht unberührt bleiben.

Höhere Renditen...

Es gibt gute Gründe, warum die Anleiherenditen höher sein sollten. Die Tatsache, dass sie es nicht sind, sollte berücksichtigt werden. So lässt sich abwägen, ob Portfolios angepasst werden müssen, um diese gegen höhere Renditen zu schützen, und welche potenziellen Folgen das für die Risikoprämien bei Unternehmensanleihen und Aktien haben könnte. Der Anstieg der US-Verbraucherpreise im Oktober um 6,2 Prozent lag im 88. Perzentil aller jährlichen Veränderungsdaten seit 1953, während die Anleiherenditen nur im zweiten Perzentil liegen und die effektive Federal Fund Rate noch niedriger ist. Die Aufschlüsselung zwischen gleichzeitiger Inflation und Zinsen ist in der Eurozone und in Großbritannien ähnlich. **Die historischen Beziehungen deuten darauf hin, dass die Anleiherenditen höher und die Geldpolitik straffer sein müssten.** In allen anderen Situationen seit den 1950er Jahren, in denen die Verbraucherpreise in den USA innerhalb eines Zwölf-Monats-Zeitraums um mehr als sechs Prozent gestiegen sind, lagen die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen zur gleichen Zeit über sieben Prozent. Es besteht eine fundamentale Beziehung zwischen den langfristigen Zinsen und der Inflation, die in den vergangenen zehn Jahren zusammengebrochen ist und sich nun in einer extremen Schieflage befindet.

...vielleicht aber auch nicht

Es ist eine Sache festzustellen, wo die Anleiherenditen liegen sollten, aber eine ganz andere zu verstehen, warum sie nicht dort sind. **Erfolgreiche Anleger versuchen herauszufinden, wie die Parameter der Reaktionsfunktion lauten und, noch wichtiger, wie andere Anleger auf Änderungen reagieren.** Die Quadratur des Kreises zwischen

der Inflationsrate und dem aktuellen Niveau der nominalen Anleiherenditen sind die tief negativen realen Renditen. Bezogen auf US-TIPS (inflationsgeschützte US-Treasuries) liegt die Marktbewertung der zehnjährigen Realrenditen bei -0,96 Prozent. Die Ex-post-Realrendite in den USA (nominale Renditen vor einem Jahr im Verhältnis zur realisierten Inflation) lag im Oktober bei -5,5 Prozent. Dies ist nicht nur ein amerikanisches Phänomen. In Deutschland beträgt die Realrendite -1,9 Prozent (die inflationsgebundene deutsche Staatsanleihe mit Fälligkeit in 2033), die britische Realrendite für zehnjährige inflationsgebundene Staatsanleihen liegt bei -3,1 Prozent. **Anleger müssen darauf achten, warum die Realrenditen negativ sind.**

Technische Faktoren

Zunehmend haben ‚technische‘ Faktoren die Bewegungen der Renditen und der Spreads dominiert, oft im Gegensatz zu den makroökonomischen Signalen. Aber diese Faktoren sind schwer zu messen. In der Praxis geht es darum, Angebot und Nachfrage nach festverzinslichen Assets zu verstehen, da dies die Preise nachhaltiger beeinflusst als nur die Reaktion auf veröffentlichte Wirtschaftsdaten oder Kommentare von Notenbankern. In den vergangenen Jahren waren die Anleihekäufe der Notenbanken der größte ‚technische‘ Faktor. Realistischerweise müssen diese abgeschlossen sein, bevor wir weltweit höhere Real- und Nominalrenditen sehen. **Natürlich könnten die Anleiherenditen einfach deshalb so niedrig sein, weil die Anleger – insgesamt – nicht davon ausgehen, dass der derzeitige Inflationsanstieg über die kommenden Quartale hinaus anhalten kann.** Darin ist implizit die Erwartung enthalten, dass die Straffung der Geldpolitik begrenzt und die Welt noch weit von einer vollständigen Beseitigung der finanziellen Repression entfernt ist. Die aktuellen Nachrichten zur neuen Coronavirus-Variante hat in Erwartung potenzieller weiterer Störungen des Welthandels und der Wirtschaftstätigkeit zu einer starken Risk-off-Bewegung geführt. **Eine neue Welle von Lockdowns und eine rückläufige Wirtschaftstätigkeit würde die Anleiherenditen eindeutig nach unten drücken und die hier im weiteren Verlauf dargestellte Betrachtung verzögern.**

Ein neues Gleichgewicht

Zu bedenken wäre auch ein Szenario, in dem sich die Inflation im Laufe des kommenden Jahres abschwächt und sich – im Falle der USA – zwischen zwei und drei Prozent einpendelt. Für Europa wäre das näher an der zwei Prozent- als an der Drei-Prozent-Marke. Historisch betrachtet war eine Inflation in dieser Spanne mit Renditen (in diesem Fall die zehnjährige US-Staatsanleihe) zwischen knapp zwei Prozent und acht Prozent verknüpft. Wenn die Verbraucherpreisindex-Inflation in den USA seit den 1950er Jahren in diesem Bereich von zwei Prozent bis drei Prozent lag, betrug die durchschnittliche Anleiherendite 2,5 Prozent. Interessanterweise liegt die aktuelle Schätzung der Federal Reserve (Fed) für den langfristigen neutralen Leitzins genau bei diesem Wert. Renditen von 2,5 Prozent im kommenden Jahr wären bezogen auf die Fundamentaldaten nicht unangemessen. **Sofern die technischen Kräfte nicht stärker sind als erwartet, sollten Anleger darauf vorbereitet sein.**

Konsequenz für die Anlagestrategie: Aktiver Schutz

Die erste Konsequenz für die Anlagestrategie ist, dass Anleiheportfolios aktiv gemanagt werden müssen. Ein Anstieg der Rendite zehnjähriger Anleihen um 100 Basispunkte würde bei der aktuellen Benchmark-Anleihe eine negative Kurskorrektur von etwa neun Prozent bedeuten. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass sich die Renditen geradlinig nach oben bewegen. **Wenn die Märkte eine Bewertungsanpassung durchlaufen, kann das aktive Management**

der Duration, der Renditekurve, der Inflation und der marktübergreifenden Spreads wesentlich bessere Ergebnisse liefern.

Starke Unternehmensanleihen

Höhere risikofreie Renditen und weniger Zentralbankliquidität werden sich wohl auch auf die Credit-Spreads auswirken. Die Risikoprämien dürften steigen. Das historische Muster ist jedoch nicht eindeutig. In den USA straffte die Fed die Geldpolitik zwischen 2004 und 2006, tatsächlich aber gingen die Renditeaufschläge bei Investment-Grade-Anleihen zurück. Zwischen 2015 und 2018 stiegen die Spreads in Erwartung einer Straffung durch die Fed, erreichten jedoch innerhalb weniger Wochen nach der ersten Zinserhöhung ihren Höchststand. Es folgten acht weitere Zinserhöhungen und in diesem Zeitraum gingen die Spreads zurück. **Letztlich weiten sich Credit-Spreads nur dann wirklich aus, wenn es zu einem Wachstums- oder anderen systemischen Schock kommt. Derzeit sind aber die Fundamentaldaten für die meisten Unternehmensanleihebereiche weiter positiv.**

Aktien und höhere Zinsen

Was bedeuten steigende Renditen für Aktien? Als die Treasury-Renditen im Dezember 2018 auf 3,15 Prozent stiegen, wies der S&P 500 ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 15,5 auf. Der Abstand zwischen den Gewinnrenditen betrug also 3,3 Prozent. Heute liegt er bei rund drei Prozent. Bei einer Differenz in der Gewinnrendite von drei Prozent und einer Anleiherendite von 2,5 Prozent ergibt sich ein KGV von 18,2. Auf der Grundlage der aktuellen Zwölf-Monats-Prognose für den Gewinn je Aktie (EPS) von 217 US-Dollar ergibt sich ein Kursziel für den S&P von 3950 Punkten – 15 Prozent unter dem heutigen Indexstand. **Aber wie bei Unternehmensanleihen ist das Wachstum die eigentliche Triebfeder für Aktien, und die Anleger könnten mit einer geringeren Differenz bei der Gewinnrendite zufrieden sein.**

Entscheidend bleiben die Erträge

Aktien sehen sich dem Gegenwind einer höheren Inflation, einer höheren Diskontierungsrate und einer sich verschlechternden relativen Bewertung gegenüber. In der Vergangenheit sind die Aktien-Multiples gesunken, wenn die Inflation gestiegen ist. Im Bereich von einem bis drei Prozent Inflation aber hat der Markt die höchsten Gewinn-Multiples angesetzt. Natürlich ging eine höhere Inflation in der Vergangenheit mit höheren Anleihe- und Gewinnrenditen einher. **Niedrige Renditen und ein starkes Ertragswachstum stützen bislang die Aktienerträge. Dennoch sollten Anleger auf qualitatives Wachstum setzen.**

Ein Blick nach Asien

Ein weiteres interessantes Thema könnte eine Erholung der chinesischen und asiatischen Märkte sein. Chinesische Onshore-Aktien haben sich besser entwickelt als die in Hongkong notierten H-Aktien, haben aber bisher nur eine Gesamtrendite von 6,3 Prozent (Shanghai Composite bis 23.11.2021) erzielt, verglichen mit 23,6 Prozent für den MSCI World Index. **Die inländische Unterstützung für chinesische Marken, Investitionen in die grüne Infrastruktur und eine breite politische Unterstützung könnten die wichtigsten Triebkräfte für diesen Markt sein. Aus dem gleichen Grund erscheint auf der Rentenseite der asiatische Hochzinsmarkt nach einem turbulenten Jahr interessant.** Der Gesamtertrag war negativ (laut JP Morgan JACI Corporate Diversified High Yield Index) und die aktuelle Rendite beträgt 7,7 Prozent. So hohe Renditen bedeuteten in der Vergangenheit in der Regel ordentliche

Gesamtrenditen in den folgenden sechs Monaten. Natürlich handelt es sich um stark fremdfinanzierte Unternehmensanleihen, so dass die Selektion wichtig ist. Aber es besteht eine gute Chance, dass der Markt wieder ein höheres Niveau erreicht.

-Ende-

Kontakt

AXA Investment Managers

Elke Schaller

+41 58 360 78 78

elke.schaller@axa-im.com

Kerl & Cie

Samir Djikic & Dirk Ulmer

+49 69 870 021 516

axa@kerlundcie.de

Besuchen Sie uns auf www.axa-im.de, www.axa-im.at und www.axa-im.li oder auf  

Über AXA Investment Managers

AXA Investment Managers (AXA IM) ist ein führender Asset Manager mit Fokus auf verantwortungsvolle, soziale und nachhaltige Investments. Mit unserem aktiven und langfristigen Ansatz identifizieren wir die aus unserer Sicht interessantesten traditionellen und alternativen Anlagen im besten Interesse unserer Kunden, Mitarbeiter und der Gesellschaft. Wir verwalten 568 Milliarden Euro in ESG-integrierten Anlagen, Nachhaltigkeits- und Impact-Strategien (Stand Ende Juni 2021). Insgesamt beträgt unser verwaltetes Vermögen rund 879 Milliarden Euro (Stand Ende September 2021). Von der Aktienauswahl über unsere geschäftlichen Entscheidungen bis hin zu unserer Kultur wollen wir die Grundsätze nachhaltigen Investierens einhalten und dabei unseren Kunden verantwortungsvolle Investmentlösungen mit erkennbarem Mehrwert für Gesellschaft und Umwelt bieten. Zudem haben wir uns der Einhaltung des Netto-Null-Ziels in allen unseren Fonds bis 2050 verpflichtet. AXA IM beschäftigt über 2.400 Mitarbeiter weltweit, hat 27 Niederlassungen in 20 Ländern und ist Teil der AXA Group, eines Weltmarktführers für Versicherungen und Asset Management.

Allgemeine Hinweise

Nur für professionelle Kunden / nicht für Privat-/Kleinanleger. Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbematerial und um kein investmentrechtliches Pflichtdokument. Anlagen enthalten Risiken, einschließlich dem des Kapitalverlustes. Die hier von AXA Investment Managers Deutschland GmbH bzw. mit ihr verbundenen Unternehmen („AXA IM DE“) bereitgestellten Informationen stellen weder ein Angebot zum Kauf bzw. Verkauf von Fondsanteilen noch ein Angebot zur Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen dar. Die Angaben in diesem Dokument sind keine Entscheidungshilfe oder Anlageempfehlung, (aufsichts-) rechtliche oder steuerliche Beratung durch AXA IM DE, sondern werden ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Die vereinfachte Darstellung bietet keine vollständige Information und kann subjektiv sein. Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken des Empfängers. Eine Weitergabe an Dritte ist weder ganz noch teilweise gestattet. Wir weisen darauf hin, dass diese Mitteilung nicht den Anforderungen der jeweils anwendbaren Richtlinie 2004/39/EG bzw. 2014/65/EU (MiFID/ MiFID II) und der zu diesen ergangenen Richtlinien und Verordnungen entspricht. Das Dokument ist damit für jegliche Form des Vertriebs, der Beratung oder der Finanzdienstleistung nicht geeignet. Wertentwicklungsergebnisse der Vergangenheit bieten keine Gewähr und sind kein Indikator für die Zukunft. Wert

und Rendite einer Anlage in Fonds können steigen und fallen und werden nicht garantiert. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Daten, Zahlen, Fakten, Meinungen und Aussagen beruhen auf unserem Sach- und Kenntnisstand zum Zeitpunkt der Erstellung. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen wird nicht übernommen. Informationen über Mitarbeiter von AXA Investment Managers dienen lediglich Informationszwecken und sind stichtagsbezogen. Ein Weiterbeschäftigungsverhältnis mit diesen Mitarbeitern wird nicht garantiert. Stand: 30. November 2021 © AXA Investment Managers. Alle Rechte vorbehalten. Ref-23335