

Stärkerer Gleichlauf von Aktien und Staatsanleihen dürfte auch die kommenden Jahre prägen

Staatsanleihen mit langer Duration boten lange Zeit die nahezu perfekte Absicherung gegen Kursverluste in Risikoanlagen. Sie generierten positive Erträge und kompensierten als sicherer Hafen bei Aktienmarktkorrekturen regelmäßig einen Teil der Verluste. Diese Korrelationseigenschaft zwischen Staatsanleihen und Aktien war maßgeblich für den Erfolg statischer Multi-Asset-Ansätze. Heute kämpfen Anleger nicht nur mit der niedrigen Rendite, sondern oftmals auch mit negativen Ertragserwartungen von Staatsanleihen. Auch die Beziehung von Staatsanleihen- und Aktienentwicklung, die lange Jahre vorwiegend negativ war, ist aktuell eher positiv. Dieses Muster dürfte auch in den kommenden Jahren dominieren. Der zunehmende Gleichlauf reduziert die Diversifikation in Portfolios, sorgt für Schwierigkeiten bei risikobewussten Anlegern und erfordert von Multi-Asset-Anlegern ein flexibleres, opportunistisches Vorgehen und die Suche nach alternativen Absicherungen. Die Zeit der statischen Mischung aus Aktien und Anleihen ist vorbei.

Mittzyklusphase und kommende Normalisierung der Geldpolitik sprechen für ein Fortbestand des aktuell hohen Gleichlaufs

Schaut man in die Historie, so wechseln sich aus zyklischer Sicht zwei Regime von anlageklassenübergreifenden Korrelationen ab (siehe Abb. 1). Regime 1 ist gekennzeichnet durch eine höhere positive Korrelation zwischen verschiedenen Risikoanlagen (z.B. Aktien, Hochzinsanleihen, Rohstoffe und REITs) und eine stärkere negative Korrelation zwischen diesen Risikoanlagen und Staatsanleihen. Regime 2 zeigt eine geringere Korrelation zwischen verschiedenen Risikoanlagen sowie eine weniger negative (oder sogar positive) Korrelation zwischen Risikoanlagen und Staatsanleihen.

Die Ausrichtung der Zentralbankpolitik ist ein guter Indikator dafür, welches Korrelationsregime gerade gilt. Sie ist aber nicht notwendigerweise die fundamentale

Im **Fokus** kommentieren wir außergewöhnliche Marktereignisse und analysieren kapitalmarktbezogene Sonderthemen.

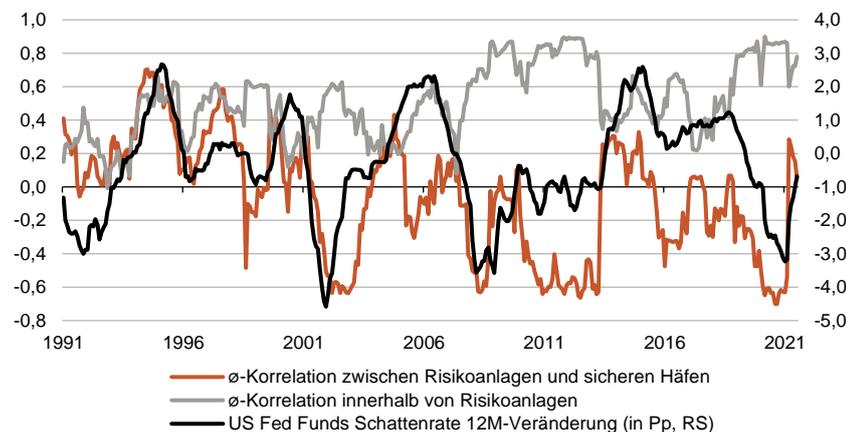
Die Beziehung von Staatsanleihen- und Aktienentwicklung, die lange Jahre vorwiegend negativ war, ist aktuell eher positiv.

Aus zyklischer Sicht wechseln sich zwei Regime von anlageklassenübergreifenden Korrelationen ab.

Ausrichtung der Zentralbankpolitik ist ein guter Indikator dafür, welches Korrelationsregime gerade gilt.

Abb. 1: Die Korrelation zwischen Risikoanlagen und Staatsanleihen ändert sich im Zeitablauf deutlich

Durchschnittliche paarweise 12M-Korrelation zwischen der Entwicklung von US-Risikoanlagen* und der Entwicklung von US-Staatsanleihen mit 7-10 jähriger Laufzeit, durchschnittliche paarweise 12M-Korrelation zwischen den Entwicklungen verschiedener Risikoanlagen und 12M-Veränderung der Fed Funds Schattenrate



*US-Large Caps, US-Small Caps, US-Hochzinsanleihen, Rohstoffe, REITs
Zeitraum: 01.01.1991-31.07.2021; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung



Ursache. In Abb. 1 steht für die Ausrichtung der Zentralbankpolitik aus Gründen der Einfachheit die Veränderung der Fed-Funds-(Schatten-)Rate über die letzten 12 Monate. Dieser Schattenzins bezieht dabei unkonventionelle Maßnahmen der Notenbanken (etwa die Quantitative Lockerung mittels Anleihekäufe) und daraus prognostizierte Auswirkungen in die Zinsberechnung mit ein. So ist die von Morgan Stanley berechnete Schattenrate im Jahr 2020 um knapp 3,5 Prozentpunkte gefallen. Das reflektiert die Zinssenkung der Fed um 1,5 Prozentpunkte und zusätzliche Lockerung der Geldpolitik durch die erneut starken Anleihekäufe.

Regime 1 gilt vor allem in Phasen mit schwachem Wirtschaftswachstum oder Stress an den Finanzmärkten. In solchen Phasen verhalten sich verschiedene Risikoanlagen ähnlich, da der Handel der Anleger vor allem von Risk-On-/Risk-Off-Erwägungen bestimmt ist – die durchschnittliche Korrelation zwischen verschiedenen Risikoanlagen ist hoch. Anleger reallozieren stark zwischen allen Risikoanlagen und sicheren Anlagen hin und her, ohne in diesen Blöcken stark zu differenzieren. Daraus ergibt sich eine deutlich negative Korrelation zwischen Risikoanlagen und sicheren Häfen. In solchen Phasen haben fallende (steigende) Anleiherenditen in der Regel einen negativen (positiven) Effekt auf Risikoanlagen, da sie auf steigenden (sinkenden) Stress und eine höhere (geringere) Nachfrage nach sicheren Häfen hindeuten. In Stressphasen und Phasen schwachen Wachstums neigen zudem die Zentralbanken zu Lockerungen der Geldpolitik, reflektiert durch ein Fallen der Fed-Fund-Schattenrate.

Regime 1: Stress an den Finanzmärkten mit starkem Risk-On-/Risk-Off-Verhalten der Anleger und expansiver Geldpolitik.

Regime 2 ist vor allem in einem normalen Umfeld zur Mitte oder Ende eines Zyklus zu erkennen. Dann haben steigende Anleiherenditen negative Effekte auf Risikoanlagen, weil die Finanzierungskosten der Unternehmen ansteigen und die relative Attraktivität von Anleihen mit steigenden Renditen zunimmt. Zudem könnten sie auf eine Inflationsbeschleunigung hindeuten, was das Risiko einer Straffung der Geldpolitik seitens der Zentralbanken erhöht. In solchen Phasen ist die Korrelation zwischen Risikoanlagen und Staatsanleihen höher (sie kann auf null steigen oder zuweilen sogar positiv sein) und diejenige zwischen verschiedenen Risikoanlagen geringer. Anleger differenzieren stärker zwischen den Risikoanlagen.

Regime 2: Normales Kapitalmarktumfeld zur Mitte oder Ende des Zyklus bei Normalisierung der Geldpolitik.

So lässt sich aus dieser zyklischen Betrachtungsweise der aktuell zunehmende Gleichlauf zwischen Risikoanlagen und Staatsanleihen erklären. Nach der Phase starken Risk-on-/Risk-off-Verhaltens von Anlegern und massiver Lockerung der Geldpolitik durch die Zentralbanken im Zuge der Corona-Krise, sind die Märkte mit der wirtschaftlichen Erholung in ein normaleres Umfeld zurückgekehrt. Die Diskussion über die Reduktion der Anleihekäufe durch die amerikanische Zentralbank (Fed) sowie die möglicherweise früher als zunächst erwarteten Zinserhöhungen reflektieren diese Normalisierung und kommen im Wiederanstieg der Fed-Fund-Schattenrate zum Ausdruck.

Übergang in normales Umfeld (Regime 2) erklärt die Veränderung der Korrelation – das aktuelle Umfeld dürfte anhalten.

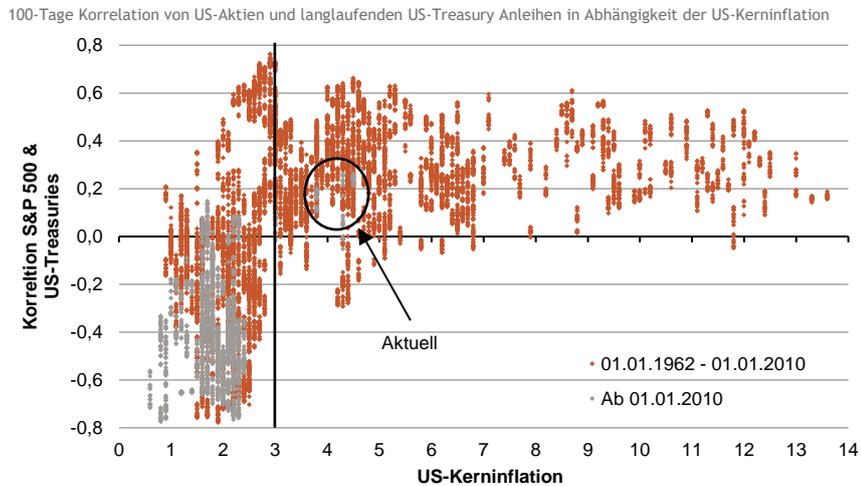
Auch die erhöhte Inflation spricht für weiterhin hohen Gleichlauf

Neben der zyklischen Betrachtung der Beziehung zwischen Aktien und Staatsanleihen sind historisch auch zwei vom Niveau der Inflation abhängige Korrelationsregime zu beobachten. Die Beziehung zwischen der Entwicklung von Aktien und Staatsanleihen in den USA war bei einer Kerninflation oberhalb von 3% historisch fast ausnahmslos positiv. In einem Umfeld erhöhter und höherer Inflation verhalten sich Aktien und Anleihen also tendenziell gleichgerichtet. Bei einer Kerninflation unterhalb von 2% hingegen haben sich Aktien und Anleihen größtenteils gegenläufig entwickelt. Das gilt bei Betrachtung täglicher Veränderungen (Abb. 2) als auch bei Betrachtung monatlicher Veränderungen (Abb. 3). Der aktuelle Gleich-

Aus struktureller Sicht wechseln sich zwei Korrelationsregime abhängig von der strukturellen Inflation ab.

In einem Umfeld erhöhter und höherer Inflation verhalten sich Aktien und Anleihen tendenziell gleichgerichtet.

Abb. 2: Ab 3% Kerninflationsrate historisch fast ausschließlich positive Korrelation von Aktien und Staatsanleihen



Zeitraum: 01.01.1962-31.07.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

lauf von Aktien und Staatsanleihen ist somit auch konsistent mit dem starken Anstieg der Kerninflationsrate in den USA auf 4,5% im Juni und 4,3% im Juli.

Der Hintergrund ist in der Beziehung zwischen der Inflation bzw. der Inflationserwartung und der Bewertung an den Aktienmärkten zu suchen.¹ Denn die Inflation bzw. deren Erwartung beeinflussen das reale Wachstum sowie die von Aktienmarktanlegern geforderte Risikoprämie.

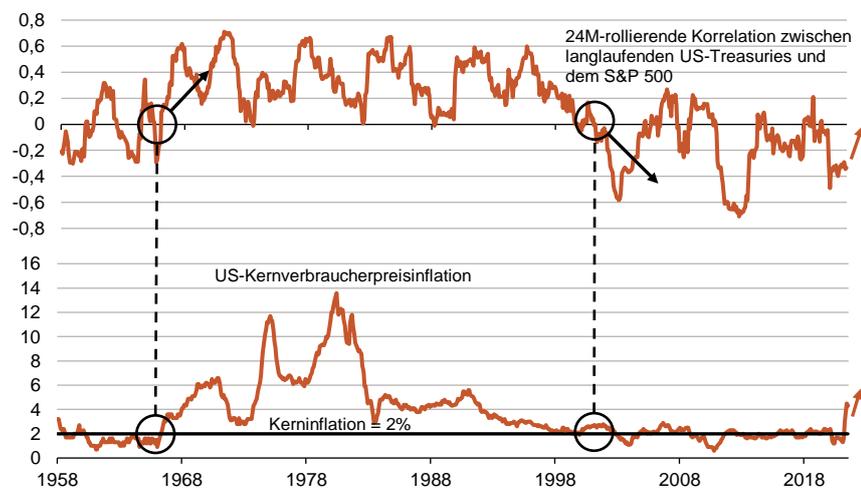
Der Grund liegt in der Beziehung zwischen Inflation und Aktienbewertung.

Das Realwachstum erreicht in einem Niedriginflationsumfeld sein höchstes Niveau (Abb. 4). Eine höhere Inflation(-serwartung) hemmt tendenziell das Wachstum. In diesem Umfeld investieren Anleger in Gold oder Immobilien statt in Produktivvermögen und die Zentralbanken straffen die Geldpolitik, sodass das reale Wachstum

Das Realwachstum erreicht in einem Niedriginflationsumfeld tendenziell sein höchstes Niveau...

Abb. 3: Höhere Inflation beeinträchtigt die Diversifikationswirkung von Anleihen negativ

Verlauf der 24M-rollierenden Korrelation zwischen langlaufenden US-Staatsanleihen und dem S&P 500 Index und Verlauf der US-Kernverbraucherpreisinflation



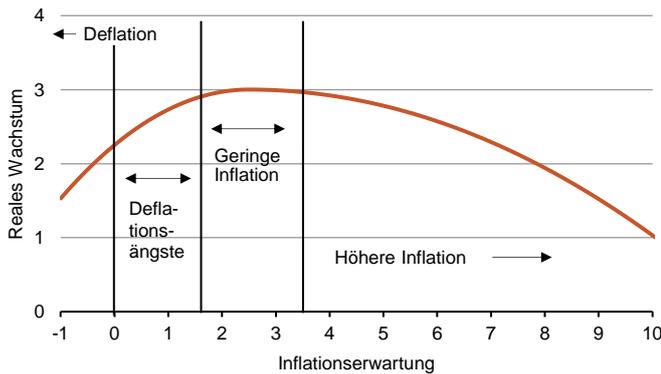
Zeitraum: 01.01.1958-31.07.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

¹ Siehe auch Berenberg Märkte Fokus „Aktienbewertung zwischen Inflationshoffnung und Inflationsangst“, 23. April 2018

sinkt. Allerdings bricht das reale Wachstum in einem deflationären Umfeld tendenziell ebenfalls ein, da Konsum- und Investitionsentscheidungen aufgeschoben werden. Anstatt ihr Geld in Produktivvermögen zu investieren, legen die Menschen es lieber „unter die Matratze“.

Abb. 4: Reales Wachstum ist im Umfeld niedriger Inflation am höchsten

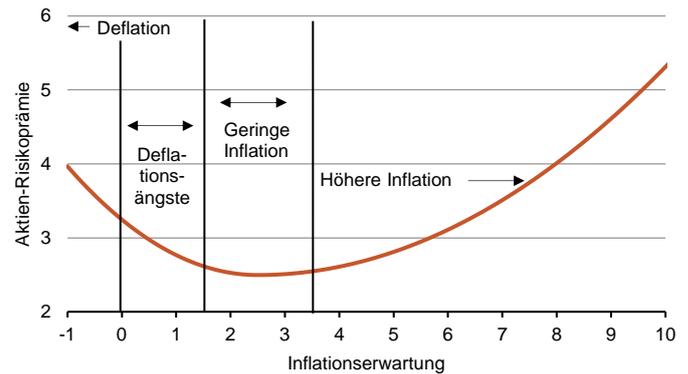
Theoretischer Zusammenhang zwischen realem Wachstum und Inflationserwartung



Quelle: Berenberg

Abb. 5: Die Aktien-Risikoprämie ist im Umfeld niedriger Inflation am geringsten

Theoretischer Zusammenhang zwischen Aktien-Risikoprämie und Inflationserwartungen



Quelle: Berenberg

Die Risikoprämien für Aktien erreichen in einem Niedriginflationsumfeld ihren Tiefpunkt (Abb. 5). Mit anziehender Inflation tendieren sie aus zwei Gründen nach oben: Erstens sind die Wirtschaftszyklen bei höherer Inflation ausgeprägter und erratischer. Da Unternehmen ihre Strategien nicht schnell genug anpassen können, steigt die Gewinnvolatilität. Zudem sinkt der Zinsdeckungsgrad, insbesondere hochverschuldete Unternehmen haben damit zu kämpfen. Zweitens hängt die geforderte Aktienrisikoprämie in einem gewissen Maße von der risikolosen nominalen Anleiherendite ab. Bei einer Anleiheverzinsung von 10% sind Anleger nicht bereit, für zwei Prozentpunkte mehr das Risiko einer Aktienanlage einzugehen, vielmehr fordern sie eine Risikoprämie von etwa fünf Prozentpunkten. Andererseits sind sie bei Anleiherenditen von 2% für weitere zwei Prozentpunkte eher dazu bereit Aktienrisiken einzugehen. Allerdings dürfte die Risikoprämie in einem Deflationsumfeld ebenfalls stark steigen, da Unternehmen dann über keinerlei Preisgestaltungsmacht mehr verfügen, kein Wachstum erzielen und die Verschuldung der Unternehmen belastet.

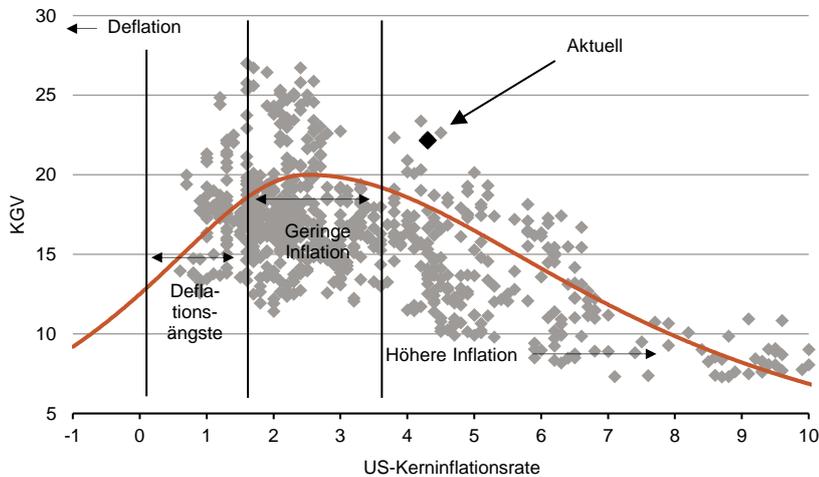
... und die Risikoprämien für Aktien ihr niedrigstes Niveau, ...

Werden diese beiden Abhängigkeiten in das Dividendenwachstumsmodell integriert, ergibt sich, dass in einem Niedriginflationsumfeld die Aktienbewertung gewöhnlich am höchsten ist, diese mit steigender Inflation ebenso wie mit fallender Inflation aber sinkt (Abb. 6). Das bedeutet, dass bis zu einem Inflationsniveau von 2-3% eine steigende (fallende) Inflation und damit steigende (fallende) Anleiherenditen positiv (negativ) für die Aktienbewertung sind – Anleihen und Aktien entwickeln sich gegenläufig. Ab einem Inflationsniveau von 2-3% sind eine steigende (fallende) Inflation und damit steigende (fallende) Anleiherenditen hingegen negativ (positiv) für die Aktienbewertung – Anleihen und Aktien entwickeln sich gleichläufig.

... deshalb ist in einem Niedriginflationsumfeld die Aktienbewertung gewöhnlich am höchsten.

Abb. 6: Historisch höchste Aktienbewertung im Umfeld niedriger Inflation (2-3% Kerninflation) - mehr oder weniger Inflation belastet Bewertung

KGV von US-Aktien versus US-Kerninflation seit 1958 auf monatlicher Basis



Zeitraum: 01.01.1958 - 31.07.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Lehren für Anleger

Die schlechte Nachricht für Anleger ist, dass sich in den kommenden Jahren die Korrelation zwischen Staatsanleihen und Aktien jeweils im Regime weniger negativer, tendenziell positiver Korrelation befinden dürfte. Die Märkte dürften sich zum einen weiterhin eher im zyklischen Regime 2 (Mittzyklus, Normalisierung der Geldpolitik) befinden. Zum anderen gehen wir davon aus, dass die Inflation nach einem deutlichen Anstieg zwar wieder etwas zurückgeht, glauben aber, dass in den letzten Jahrzehnten disinflationär wirkende Trends wie die Globalisierung oder der demographische Wandel gedreht haben und in den kommenden Jahren wieder für höhere Inflation als vor der Pandemie sorgen werden. Auch wenn es immer mal wieder temporäre Phasen verstärkter negativer Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen geben wird, ist ein schnelles Zurückfallen in ein Umfeld nachhaltig gegenläufiger Bewegungen von Aktien und Staatsanleihen damit aus unserer Sicht nicht zu erwarten. Die Aktienbewertungen dürften entsprechend auch nicht weiter steigen, was das Aufwärtspotenzial von Aktien abseits von Gewinnwachstum begrenzen dürfte. Die zunehmende Bedeutung von preisunelastischen Anlegern (ETFs, Systematiker,...) dürfte das Zurückfallen auf die historischen, niedrigeren Aktienbewertung aber erschweren.² Statische Multi-Asset-Ansätze oder Ansätze mit Zielvolatilität oder Risikoparität dürften in diesem Umfeld weiter Schwierigkeiten haben. Erstere lassen im historischen Vergleich geringere Renditen bei höherem Risiko erwarten, letztere, bei fixiertem Risikobudget, deutlich geringere Renditen. Zudem sollten in diesem Umfeld andere Anlagen mit Absicherungscharakter im historischen Vergleich teuer werden bzw. bleiben.

Die Korrelation zwischen Staatsanleihen und Aktien dürfte sich in den kommenden Jahren jeweils im Regime höherer, tendenziell positiver Korrelation befinden.

² Siehe „Berenberg Märkte Fokus - Passive Anlagen verändern Marktstruktur und Marktverhalten“, 5. Mai 2021



IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management

AUTOREN



Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie und Leiter Multi Asset
Leiter des Bereichs Multi Asset und zuständig für die Kapitalmarktmeinung des Wealth and Asset Management
+49 69 91 30 90-500 | bernd.meyer@berenberg.de

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- Monitor
- Fokus
- Investment Committee
- Protokoll

www.berenberg.de/publikationen

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung.

Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt.

Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 30. August 2021

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de