



BlackPoint

ASSET MANAGEMENT



Facts #3

Diversifikation ohne
Anleihen?

Q3/2022



Facts #3 **Diversifikation ohne** **Anleihen?**

Das Konzept der Diversifikation ist so alt wie die Menschheit selbst. Die Bibel empfiehlt, „den Besitz auf möglichst viele Stellen zu verteilen“. Der wohlmeinende Ratschlag, „stets teile ein Mensch sein Geld in drei Teile - ein Drittel in Grundbesitz, ein Drittel in Waren und ein Drittel in seiner Hand“, stammt nicht aus dem Munde eines Bankers, sondern findet bereits im Talmud Erwähnung. Ziel dieser und Myriaden ähnlicher Weisheiten bleibt immer die Risikoreduktion im eigenen Vermögen.

Heutzutage wird in der modernen Finanzwelt eine langfristige Aufteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen häufig mit dem Begriff strategische Asset Allocation assoziiert, wohingegen die taktische Asset Allocation eher das Ausnutzen kurz- bis mittelfristiger Marktchancen bezeichnet. Die Bandbreite möglicher Formen der Asset Allocation ist so vielfältig wie die Kapitalmärkte selbst und bewegt sich zwischen selbstverordneter Passivität einerseits und ständigen Allokationsänderungen andererseits.

Wie sehen wir unsere Rolle in diesem Kontext? Als aktiver Asset Manager für liquides Vermögen müssen wir für unseren vermögensverwaltenden Fonds, den BlackPoint Evolution Fund, stets die momentane Risikodisposition, aber auch mögliche Marktchancen einer laufenden Überprüfung unterziehen. Aktivität bei gleichzeitiger Diversifikation über Anlageklassen ist somit nicht eine Option, sondern unser Verständnis eines umsichtigen Managers. Im Fokus steht eine langlebige Anlagestrategie, die zyklisches Verhalten ebenso beschränkt wie das Nachlaufen hinter Modetrends. Die gleichzeitige Allokation in Aktien sowie in Staats- und Unternehmensanleihen hat sich im historischen Kontext bewährt. Die langfristige Robustheit eines gemischten Portfolios basiert dabei auf den unterschiedlichen Korrelationen der involvierten Anlageklassen.

„Stets teile ein Mensch sein Geld
in drei Teile - ein Drittel in
Grundbesitz, ein Drittel in Waren
und ein Drittel in seiner Hand“
aus dem Talmud

Aktuell wird die Bedeutung dieses Konzepts von Marktkommentatoren wieder einmal lebhaft diskutiert. Zu Recht? Kritik flammt häufig dann auf, wenn unterschiedliche Anlageklassen wie Aktien oder Anleihen sich in einer Krise nicht gegenseitig diversifizieren, sondern über einen bestimmten Zeitraum hinweg gleichzeitig Kursrückgänge erleiden. Auch wenn man bei der Konstruktion eines balancierten Portfolios auf Diversifikationseffekte setzt, muss das Ausbleiben genau dieser - zu einem meist ungünstigen Zeitpunkt - stets in die Erwartungen mit einfließen. Eine langlebige Anlagestrategie, die über Generationen hinweg erfolgreich sein will, muss attraktive Durchschnittsrenditen erzielen. Im ewigen Wechselspiel zwischen Phasen hoher Gewinne und negativer Renditen, induziert durch Nachrichten, politische Entwicklungen, geopolitische Spannungen und vielem mehr, gilt es, einen kühlen Kopf zu bewahren und die eigene Strategie diszipliniert umzusetzen. Natürlich müssen sich folgenschwere Krisen - insbesondere die längerfristigen - auch in einer veränderten, taktischen Allokation niederschlagen. Ein Angriff auf die Ukraine, der eine bereits galoppierende Inflation nochmals anheizt und die Notenbanken weltweit zu synchronisierten Zinserhöhungen zwingt, beeinflusst die Finanzmärkte negativ und führte folglich auch in unserem DARWIN Portfolio zu taktischen Allokationsänderungen. Neben einer Untergewichtung von Aktien und Anleihen, wandelte sich die Einzeltitelselektion im Zeitablauf in eine defensivere Richtung. Geben wir in der geschilderten Krise aufgrund des längeren Zinsanhebungszyklus die Anlageklasse Anleihen komplett auf? Nein, das würde nicht nur unsere Diversifikationsbestrebungen und unser antizyklisches Handeln konterkarieren, sondern unserem Fokus auf eine langlebige, balancierte Anlagestrategie widersprechen.



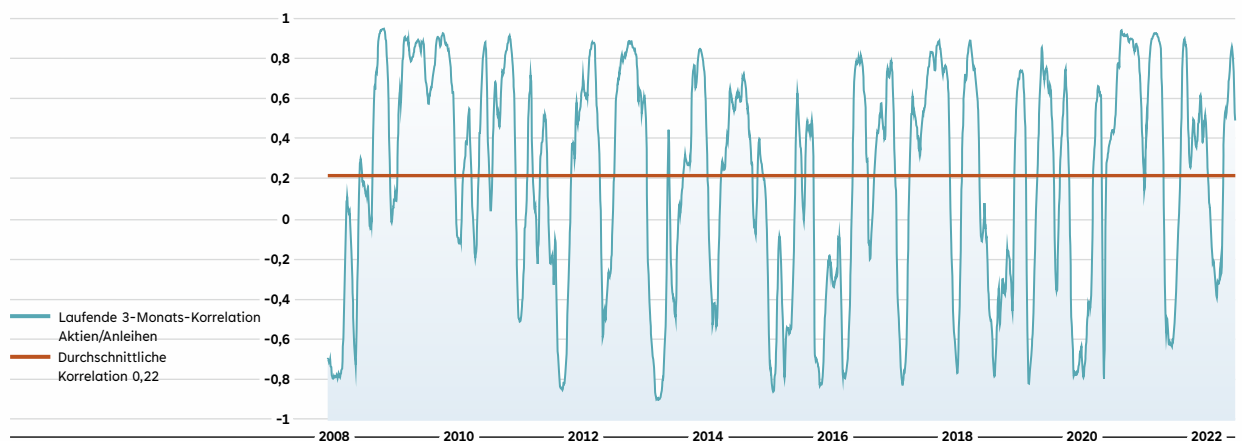
Facts #3 Diversifikation ohne Anleihen?

Im Gegenteil: Anleihen haben in den letzten Monaten deutlich an Attraktivität hinzugewonnen und könnten in den kommenden Monaten nicht nur Diversifikationspotenzial beitragen, sondern positive Renditen liefern. Argumente, die nach näherer Betrachtung verlangen:

Historisch betrachtet ist die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen tendenziell niedrig. Dies belegt auch die in **Abbildung 1** dargestellte Grafik, welche die rollierende 3-Monats-Korrelation der beiden Anlageklassen zeigt, indem der MSCI World sowie der breite Anleiheindex Bloomberg Global Aggregate betrachtet werden. Die durchschnittliche Korrelation seit 2008, dargestellt als rote Linie, liegt lediglich bei 0,22. Ein Wert von 1 würde einen völligen Gleichlauf darstellen, wovon die beiden Anlageklassen über lange Betrachtungszeiträume jedoch weit entfernt sind. In jüngster Vergangenheit war die Korrelation allerdings wesentlich höher, wie das Gebirge unten deutlich zeigt. So liegt die durchschnittliche 3-Monats-Korrelation für das Jahr 2022 bislang bei 0,57, der zwischenzeitliche Höchstwert lag sogar bei stolzen 0,94.

Abb. 1

Korrelation Aktien / Anleihen



Quelle: Bloomberg, Stand 21.09.2022

Die geldpolitische Straffung aufgrund der weltweit hohen Inflation belastet die Anleihemärkte zur gleichen Zeit wie die Aktienmärkte. Bedeutet der Paradigmenwechsel bei Inflation und Zentralbankpolitik also, dass das Konzept Mischfonds überholt ist und seine besten Tage hinter sich hat? Au contraire!

Einige Anleihe-Segmente sind aktuell sogar historisch günstig bewertet, da sie über Gebühr hart von der Krise erfasst wurden. Druck kam hier zuletzt nicht nur von der Zinsseite, auch die Risikoprämien sind sprunghaft angestiegen. Als Risikoprämie verstehen wir in diesem Zusammenhang den Teil der Rendite, welcher über den „risikofreien Zins“, also die Rendite einer US-Staatsanleihe oder einer deutschen Bundesanleihe mit vergleichbarer Laufzeit hinausgeht.



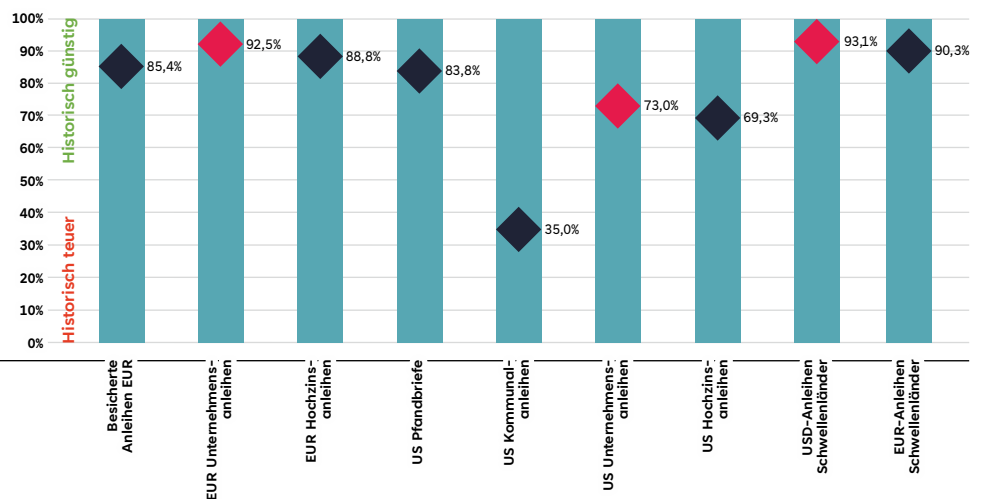
Facts #3 Diversifikation ohne Anleihen?

Den Anstieg der Risikoprämien zeigt **Abbildung 2**, in der wir für verschiedene Anleihe-Segmente mittels breiten Indizes den aktuellen Perzentil-Rang der Risikoprämie gegen die Historie über die letzten 10 Jahre abgebildet haben. Was komplex klingt, ist eine relativ einfache statistische Übung: Wir haben für jeden Tag der letzten 10 Jahre die Risikoprämie des jeweiligen Index abgerufen, diese Werte nach der Höhe sortiert und mit dem aktuellen Wert verglichen. Das Ergebnis gibt in Prozent an, wie groß die Menge an Tagen mit einer niedrigeren Risikoprämie ist. So ist der aktuellen Risikoprämie von US-Kommunalanleihen ein Wert von 35% zugeordnet, was bedeutet, dass nur in etwas mehr als einem Drittel der Tage innerhalb der letzten 10 Jahre die Risikoprämie für diesen Anleihetyp niedriger ist. Da die Risikoprämie für US-Kommunalanleihen vergleichsweise niedrig ist, erscheinen diese Anleihen im historischen Vergleich eher teuer.

Mit einem Blick auf die gesamte Abbildung 2 wird jedoch deutlich: Es gibt Anleihesegmente, die aktuell außerordentlich hohe Risikoprämien bezahlen und daher günstig erscheinen. Allen voran seien hier Unternehmensanleihen in EUR und Staatsanleihen von Schwellenländern in USD genannt.

Abb. 2

Risikoprämien verschiedener Anleihe-Segmente im historischen Vergleich (Perzentile)



Quelle: Bloomberg, Stand 22.09.2022

Womit aber sind die aktuell hohen Risikoprämien in diesen Anleihesegmenten begründet?

Viele Schwellenländer sehen sich aktuell mit einer hohen Verschuldungsquote konfrontiert. Die Corona-Pandemie hat diese Situation verschärft, da der Kampf gegen Corona im Gesundheitsbereich und in der Wirtschaft kostenintensiv war und ist. Da Schwellenländer meist einen Großteil ihrer Schulden in Hartwährungen, allen voran dem US-Dollar, aufnehmen, verschärfen ein starker Dollar sowie steigende Zinsen auf den Dollar die Situation. Rohstoffexportierende Länder können dies teilweise durch die Mehreinnahmen aus den Rohstoff-Verkäufen, die ebenfalls in Dollar abgerechnet werden, kompensieren. In rohstoffexportierenden Staaten mit verhältnismäßig niedrigem Verschuldungsgrad und einem robusten Wirtschaftssektor können sich daher aktuell sogar Chancen bieten. Rohstoffimportierende Schwellenländer leiden jedoch besonders unter der gegenwärtigen Situation.

Hohe Verschuldungsquote bei Schwellenländern.



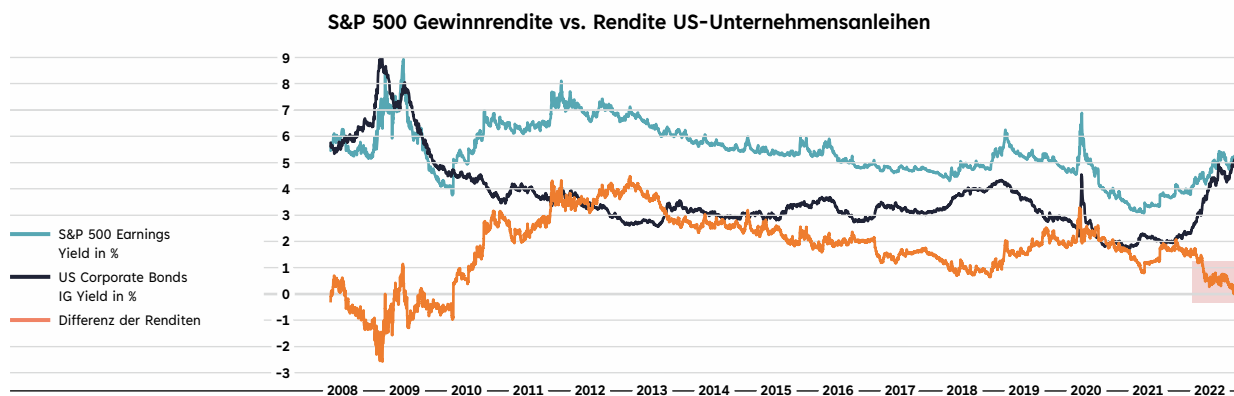
Facts #3 Diversifikation ohne Anleihen?

Der Anstieg der Risikoprämien scheint nicht ausschließlich in prognostizierten Zahlungsausfällen begründet zu sein.

Bei den Unternehmensanleihen implizieren hohe Risikoprämien das drohende Risiko von Störungen im Schuldendienst betroffener Unternehmen durch Insolvenzen. Um dieses Risiko für einen Index aggregiert beurteilen zu können, werden vermehrt prognostizierte Zahlungsausfälle betrachtet. Hier werden jedoch nur sehr moderate Anstiege im Vergleich zum sehr guten Jahr 2021 vorausgesagt, wie jüngst beispielsweise die Ratingagentur Fitch veröffentlichte. Laut ihrer Schätzungen steigen im Bereich der Hochzinsanleihen die Zahlungsausfälle in den USA von etwa 0,5% im Jahr 2021 auf knapp über 1% für 2022 und knapp unter 2% für 2023. Für europäische Hochzinsanleihen steigen die Zahlungsausfälle von knapp unter 1% auf etwa 1,5% für 2022 und etwa 2,5% für 2023. Bei den Unternehmensanleihen mit einem besseren Rating sind die Risiken aufgrund von Zahlungsausfällen nochmals deutlich niedriger. Auch wenn wir erwarten, dass die Prognosen aktualisiert werden und die Schätzungen für Zahlungsausfälle etwas ansteigen werden, scheint der Anstieg der Risikoprämien, wie wir ihn aktuell sehen, nicht ausschließlich in prognostizierten Zahlungsausfällen begründet zu sein. Vielmehr spielt auch die allgemeine Risikoaversion der Märkte eine Rolle. Auch die Angst vor weiter steigenden Zinsen infiziert die Risikoprämien. Falls sich jedoch die Zahlungsausfälle im Bereich der Unternehmensanleihen in den prognostizierten Bereichen bewegen, überkompensiert die Risikoprämie die bestehenden Risiken. Diese Situation an den Anleihemärkten sehen wir als langfristige Chance und möchten sie entsprechend nutzen.

Viele Marktbeobachter neigen dazu, auch andere Anlageklassen wie Aktien aufgrund der jüngsten Korrektur als günstig einzuschätzen. Hier lohnt jedoch ein relativer Vergleich: So zeigt **Abbildung 3** exemplarisch die Gewinnrendite des S&P 500 im Vergleich zur Rendite des Index für die weniger riskante Anlageform der US-Unternehmensanleihen (Investment Grade, also bessere Ratings). Die Renditen der beiden Indizes haben sich sehr stark angenähert, die Differenz (dargestellt in Orange) ist erstmals wieder seit der großen Finanzkrise nahe 0.

Abb. 3



Quelle: Bloomberg, Stand 20.09.2022

Dies zeigt uns am Beispiel der USA, dass Aktien im Vergleich zu Unternehmensanleihen nicht günstig bewertet sind, da die Kompensation für das höhere Risiko einer Unternehmensbeteiligung in Form von Aktien deutlich höher ausfallen sollte als die Rendite eines vergebenen Darlehens an ein Unternehmen in Form einer Anleihe. Daher bewerten wir aktuell die relative Attraktivität von Anleihen als erhöht, während die Attraktivität von Aktien aktuell etwas geschwächt ist. In der Konsequenz sind wir deshalb untergewichtet in Aktien und werden schrittweise Chancen am Anleihemarkt ergreifen.

Zusammenfassend halten wir fest: Es sieht so aus, als würde Diversifikation in balancierten Mischfonds durch ein mögliches Comeback der Anleihen nach einer längeren Durststrecke wieder an Bedeutung gewinnen. Oder wie der Volksmund weiß: „Der Geduldige hat allen Reichtum der Welt“.



Facts #3
Diversifikation ohne
Anleihen?

Disclaimer

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Information zur Werbung für ein Produkt (Werbemitteilung) der BlackPoint Asset Management GmbH („BlackPoint Asset Management“) und es darf ohne vorherige Erlaubnis weder reproduziert noch veröffentlicht werden. BlackPoint Asset Management ist ein unabhängiger Vermögensverwalter mit Sitz in 80539 München, Herrnstr. 44. Die Firma ist im Handelsregister des Amtsgerichts München unter der Nummer HRB 262183 eingetragen und wird von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht beaufsichtigt.

Die Werbemitteilung stellt keine Anlageberatung oder Anlageempfehlung dar und ersetzt keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung. Die vorstehenden Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser Werbemitteilung. Eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann daher nicht gegeben werden. Bei den Angaben handelt es sich um Vergangenheitsdaten, die keinen Indikator für zukünftige Entwicklungen darstellen.



Facts
quarterly

BlackPoint
Asset Management GmbH

Herrnstr. 44
80539 München
Tel. +49 . 89 . 124148 - 770
Fax +49 . 89 . 124148 - 779

Repräsentanz Frankfurt
Opernplatz 14
60313 Frankfurt am Main
Tel. +49 . 69 . 170759 - 300
Fax +49 . 69 . 170759 - 309

info@blackpoint-am.com

Geschäftsführer
Alexander Pirpamer
Eduardo Mollo Cunha
Stephan Stehl

