

27. Juni, 2019

Risiko raus, Pulver bereithalten

Wir sehen die mittelfristige Zukunft weniger düster als der US-Staatsanleihemarkt. Wir rechnen aber mit einem heißen Sommer, der Einstiegsgelegenheiten bieten kann.

- _ Multi-Asset-Manager konnten sich nicht erst in den letzten zwei Monaten beweisen, sondern selbst zu Jahresanfang, als fast alle Anlageklassen zulegten.
- _ Die Eskalation im Handelskonflikt, niedrigere Zinsen und sportlich bewertete Aktienmärkte lassen uns defensiver positioniert in den Sommer gehen.



Christian Hille
Head of Multi Asset

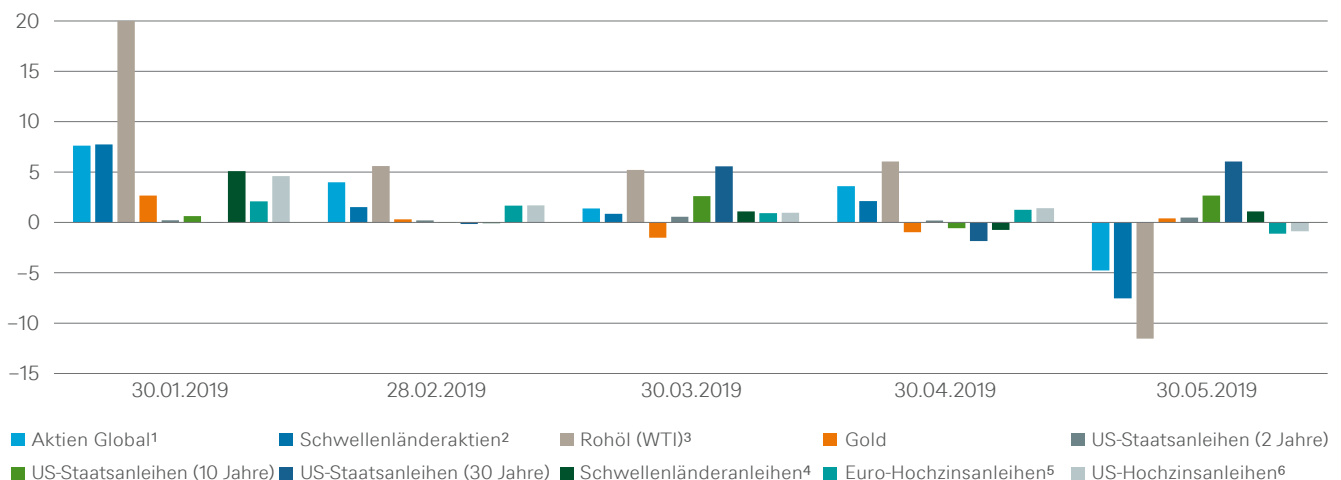
Wann können Multi-Asset-Manager eigentlich beweisen, was sie können? Schauen wir uns dazu die ersten fünf Monate dieses Jahres an. Sie teilen sich, wie die Grafik zeigt, grob in zwei Phasen auf. In den ersten drei Monaten lief es für fast alle Anlageklassen gut; im April gab es gemischte Resultate, und im Mai krachte es dann fast überall, wo nicht „langlaufende Staatsanleihe“ draufstand.

Die Vermutung liegt nahe, dass es in den ersten drei Monaten nicht auf die richtige Mischung ankam, da man mit nahezu jeder Anlageklasse gute Renditen erzielen konnte. Aber im April und Mai bedurfte es dann schon des richtigen Händchens, um eine gute Ernte einzufahren, da es Sieger und Verlierer unter den verschiedenen Anlageklassen gab.

EIN ABWECHSLUNGSREICHES JAHR

Während die Erträge verschiedener Anlageklassen über die Monate stark nachließen, nahm die Divergenz der Erträge unter den einzelnen Anlageklassen stark zu.

Rendite in %



¹ MSCI World Index; ² MSCI Emerging Markets Index; ³ West Texas Intermediate; ⁴ J.P. Morgan Emerging Market Bond Index; ⁵ Markit iBoxx EUR Liquid High Yield Index; ⁶ ICE BofA Merrill Lynch US High Yield Index; Quellen: Refintiv, DWS Investment GmbH; Stand: 18.06.2019

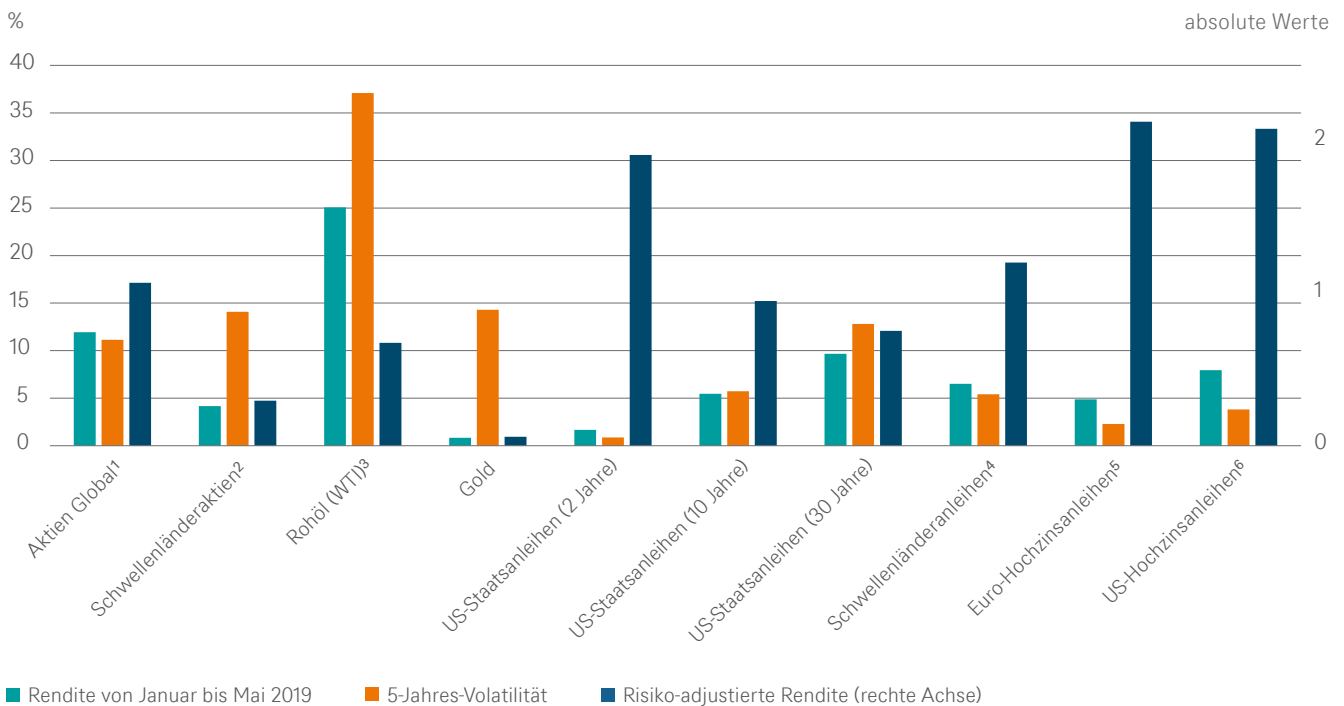
Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS Investment GmbH; Stand: 19.06.2019

Dieser Einschätzung stimmen wir nicht zu. Ein Multi-Asset-Manager muss in jeder Marktphase die richtigen Anlagen aussuchen und mit der richtigen Gewichtung zusammenstellen. Dafür gibt es im Wesentlichen zwei Gründe. Zum einen können die Renditen verschiedener Anlageklassen, auch wenn sie die gleiche Höhe aufweisen, von unterschiedlicher Qualität sein. Qualität bedeutet in diesem Fall Risiko, welches man in Kapitalmärkten gängigerweise mit Hilfe der Volatilität ausdrückt. Je mehr die Renditen einer Anlage schwanken, also je höher ihre Volatilität ist, umso höher möchte der Anleger dafür entlohnt werden. Hierin liegt bekanntlich der Reiz der Staatsanleihen aus Industrieländern oder gar die Vorliebe mancher Haushalte für Bares. So einleuchtend, bekannt und nachvollziehbar diese Tatsache auch ist, so oft fällt sie bei

Performancevergleichen verschiedener Anlageklassen unter den Tisch. Wie sich die Rangfolge der Renditekönige unter Berücksichtigung dieser wichtigen Variablen ändert, zeigt die zweite Graphik. Sie zeigt das Rendite-Risiko-Profil der verschiedenen Anlagen, indem sie die von Jahresanfang bis Ende Mai erzielte Rendite in Bezug zur historischen Volatilität¹ setzt. Der vermeintliche Klassenbeste, der Ölpreis, sackt risikoadjustiert ins Mittelfeld, während sich die zuvor eher blassen US- und Euro-Hochzinsanleihen an die Spitze setzen – noch vor die langjährige Risiko-Rendite-Königin, 2-jährige US-Staatsanleihen. Es kommt also, auch wenn die Märkte gleichförmig in eine Richtung marschieren, auf die Auswahl der richtigen Anlagen an, also jener mit dem besseren Rendite-Risiko-Profil.

RENDITE OHNE RISIKO GIBT'S SELTEN

Die Rangfolge der attraktivsten Anlageklassen ändert sich beträchtlich, wenn man die Renditen um das Risiko bereinigt.



¹ MSCI World Index; ² MSCI Emerging Markets Index; ³ West Texas Intermediate; ⁴ J.P. Morgan Emerging Market Bond Index; ⁵ Markt iBoxx EUR Liquid High Yield Index; ⁶ ICE BofA Merrill Lynch US High Yield Index; Quellen: Refinitiv, DWS Investment GmbH; Stand: 19.06.2019

¹ Wir rechnen mit einer Volatilität gemessen an Tagesrenditen über einen Zeitraum von fünf Jahren.

Zum anderen hängt gutes Multi-Asset-Management aber auch noch von der richtigen Mischung der Anlagen untereinander ab. Abhängig davon, wie stark die einzelnen Anlageklassen miteinander korrelieren, kann man die Gewichtungen so aufeinander abstimmen, dass man für eine gegebene Zielrendite weniger Risiko eingehen muss. Oder andersherum, dass man für ein bestimmtes Zielrisiko die maximale Rendite herausholt. Wir sind in unserem letzten Quarterly CIO View („[In der Länge liegt die Kraft](#)“ vom 15.03.2019), und besonders in unserer Studie vom Januar ([Multi-Asset Long View vom 31.01.2019](#)) darauf eingegangen.

Auch wenn bei der Portfoliooptimierung quantitative Modelle eine große Rolle spielen, bleibt die Basis der Anlageentscheidungen die qualitative Analyse von Wirtschaft und Politik, womit wir sowohl bei unserer vergangenen Portfolioaufstellung als auch der aktuellen wären. Auf Basis unseres makroökonomischen Bildes waren die Marktrücksetzer im Dezember zu stark und nicht nur fundamental getrieben. Es empfahl sich daher, auch in Risikoanlagen investiert zu bleiben, was sich in Anbetracht der Jahresanfangsrally dann auch als positiv erwies. Denn die Höhe der Kursrückgänge passte nicht zu unserem makroökonomischen Bild. Für unsere aktuelle Portfoliokonstruktion lassen wir uns kurz gesagt von zwei Annahmen leiten: 1. Der Markt ist kurzfristig zu optimistisch aufgestellt, was sich unter anderem in den hohen Bewertungen ausdrückt; 2. Dieses Jahr wird der Markt in keine Rezession rutschen und dies wird auch 2020 nur ein Risikoszenario bleiben. Dafür dürfte die US-Administration keine weiteren Fronten im Handelsstreit eröffnen und sich der Handelskrieg mit China nicht stärker auf die Stimmung und Investitionsentscheidungen auswirken. Auf Basis dieser Annahmen haben wir empfohlen, einige Gewinne mitzunehmen und einiges Pulver trocken zu halten, um bei möglichen Kurseinbrüchen die Risikopositionen ausbauen zu können, so wie es in unserem Musterportfolio (siehe Graphik) auch sichtbar ist.

Auslöser für Kurseinbrüche könnte es im Sommer noch genügend geben. Zwar dürften die europäischen Baustellen (Brexit, Italien) oder auch das frische Zündeln am Persischen Golf für eine globale, nachhaltige Marktkorrektur nicht ausreichen, so unerfreulich die Anhäufung dieser Krisenherde auch ist. Wir glauben jedoch, dass drei andere Themen das Potenzial haben, die Märkte ordentlich durcheinander zu wirbeln: 1. Eine sich noch weit über den G20-Gipfel² hinaus erstre-

ckende Verzögerung einer Deeskalation zwischen China und den USA; 2. Eine US Federal Reserve (Fed), die nach ihren jüngst sehr marktfreundlichen Tönen im Sommer die Zinsen dann doch nicht senkt – vielleicht wegen überraschend guter Wirtschaftszahlen. Oder aber drittens, es deuten sich, im Gegenteil, stärkere konjunkturelle Bremsspuren in den USA, Asien oder Europa an, als der Markt erwartet. Sollte es zu starken Kursrückschlägen kommen, ohne dass wir unser mittelfristiges makroökonomisches Bild revidieren müssen, wären wir Käufer im Markt. Entsprechend defensiv und diversifiziert sind wir derzeit positioniert, was sich bei den einzelnen Anlageklassen wie folgt ausdrückt: Die Aktienquote haben wir deutlich in unserer Allokation runtergefahren. Einige Börsen sind von ihren historischen Rekordständen nicht weit entfernt, zuletzt beflügelt durch den, zumindest vom Markt wahrgenommenen, Powell-Put³. Strategisch bevorzugen wir Schwellenländer und die USA, auch wenn wir hier einzelnen Unternehmen und Sektoren kurzfristig noch Rückschläge durch den Handelskrieg drohen. Bei Japan und Europa hingegen sehen wir derzeit wenige Gründe, weshalb sie besser als die anderen Regionen abschneiden könnten.

Anleihen hingegen haben wir in unserem Musterportfolio Übergewichtet. Wir gehen davon aus, dass Staatsanleiherenditen über einen längeren Zeitraum niedrig bleiben werden und wir in den USA die Spitze im Zinserhöhungszyklus gesehen haben. Wirkt die Märkte, insbesondere in den USA, in den vergangenen Wochen noch etwas voreilig, als sie die Renditen immer tiefer schickten, so haben die Entscheidungen der Zentralbanken ihnen letztlich Recht gegeben. In Europa setzen wir verstärkt auf Unternehmensanleihen, da sie eine gute Mischung aus Sicherheit, Diversifikation und Rendite bieten. Größte Sicherheit und Agilität bietet natürlich stets die Kassenposition, die wir ebenfalls in unserer Allokation ausgebaut haben (siehe Graphik).

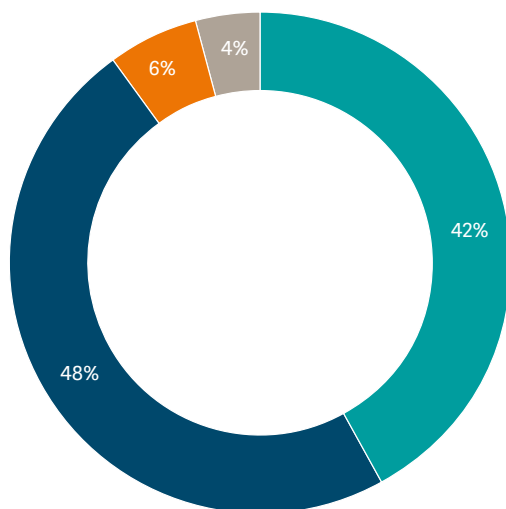
Angesichts der jüngst wieder sehr risikofreudigen Märkte werden wir im Sommer sehr wachsam sein. Wir werden flexibel auf die Fort- oder Rückschritte bei den Handelsstreitigkeiten und dem Reaktionsmuster der Fed reagieren und beobachten, wo der Markt in die eine oder andere Richtung zu viel antizipiert. Marktschwächen würden wir als Einstiegschancen begreifen. Nicht zuletzt, da sich das nun erneut bestätigte strukturell niedrige Zinsumfeld mittelfristig positiv auf Aktien wirken sollte.

² Der G20-Gipfel findet dieses Jahr am 28. und 29. Juni 2019 in Osaka statt.

³ In Anlehnung an den Greenspan-Put, spricht der Markt nach der deutlichen rhetorischen Wende von Fed-Präsident Jerome Powell zum Jahresende 2018 nun auch vom Powell-Put. Damit ist die Bereitschaft der Zentralbank gemeint, im Falle stark fallender Aktienmärkte mit einer expansiven Geldpolitik einzugreifen.

MULTI-ASSET-ALLOKATION FÜR EUROPA

Breit aufgestellt mit weniger Risiko und mehr Kasse, um für die Chancen im Sommer vorbereitet zu sein.



Aktien	42%
Aktien USA	23%
Aktien Europa	5,5%
Aktien Schwellenländer	5%
Aktien Global Style	5%
Aktien Japan	3,5%
Anleihen	48%
Euro Investment Grade	13%
Eurozone-Staatsanleihen	13%
US-Staatsanleihen	8%
Schwellenländeranleihen (in Hartwährung)	7%
Euro-Hochzinsanleihen	5%
US-Hochzinsanleihen	2%
Alternative Anlagen	6%
Rohstoffe	3%
Wandelanleihen (Euro-abgesichert)	3%
Liquidität	4%

Die hier dargestellte Vermögensaufteilung entspricht einem ausgewogenen, in Euro denominierten Modellportfolio. Sie ist nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und kann jederzeit und ohne Vorankündigung geändert werden. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar.
Quelle: Multi Asset Group, DWS Investment GmbH; Stand: 31.05.2019

Unruhige Großwetterlage

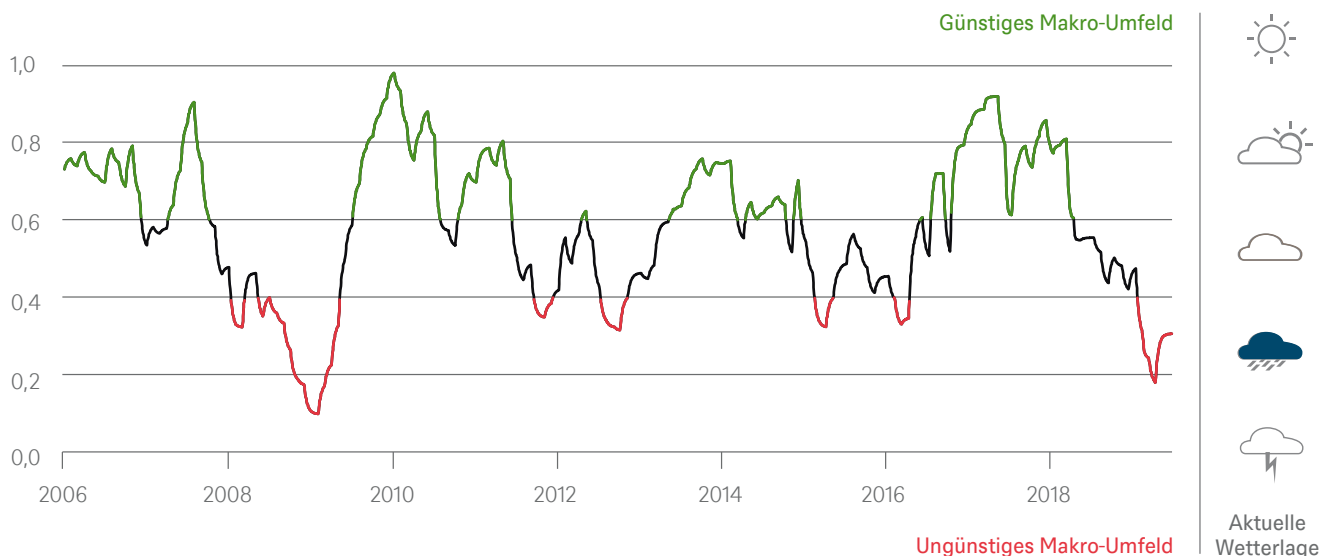
Alle drei Indikatoren zeichnen derzeit ein einheitliches Bild.

Daher ist unserer Meinung nach Vorsicht geboten. Seit gut drei Wochen zeigen alle drei DWS Indikatoren einheitlich ein negatives Umfeld an. Der Makro-Indikator befindet sich auf dem niedrigsten Stand seit 2009 und zeigt praktisch keinerlei Verbesserung auf. Der Risiko-Indikator spiegelt einen geringen Risikoappetit der Investoren wider und der Surprise-Indikator zeigt an, dass die Erwartungen der Analysten überwiegend unterboten werden. Die aktuelle Zuspitzung der geopolitischen Risiken, allen voran der Handelsstreit zwischen den USA und China, scheinen zu diesem Bild zu passen. Vor diesem Hintergrund stiftet ein Blick auf die Kapitalmärkte eine gewisse Verwirrung. Alle wichtigen Aktienindizes sind in Reichweite der Jahreshöchststände. Im Falle der US-amerikanischen Aktienmärkte befinden sich diese sogar in Schlagdistanz

zu ihren historischen Hochs. Die sehr taubenhafte Haltung der Zentralbanken scheint diese Divergenz befeuert zu haben. Der Markt traut der US Federal Reserve (Fed) mittlerweile fast drei Zinssenkungen noch in diesem Jahr zu. Unterm Strich zeigen die Indikatoren also aktuell die besondere Fragilität des Marktumfeldes auf. Sollte die Fed die eingepreisten Zinssenkungen nicht liefern, ist wahrscheinlich mit einer Korrektur am Aktienmarkt zu rechnen. Bedenkt man, dass das Wirtschaftswachstum in den USA im ersten Quartal annualisiert bei über drei Prozent lag und nahezu Vollbeschäftigung herrscht, ist eine Enttäuschung der Erwartungen einer baldigen Zinssenkung nicht völlig ausgeschlossen. Oder sehen die Zentralbanken vielleicht etwas auf uns zukommen, das der Aktienmarkt noch nicht sieht?

MAKRO-INDIKATOR / Kondensiert eine Vielzahl von konjunkturellen Daten

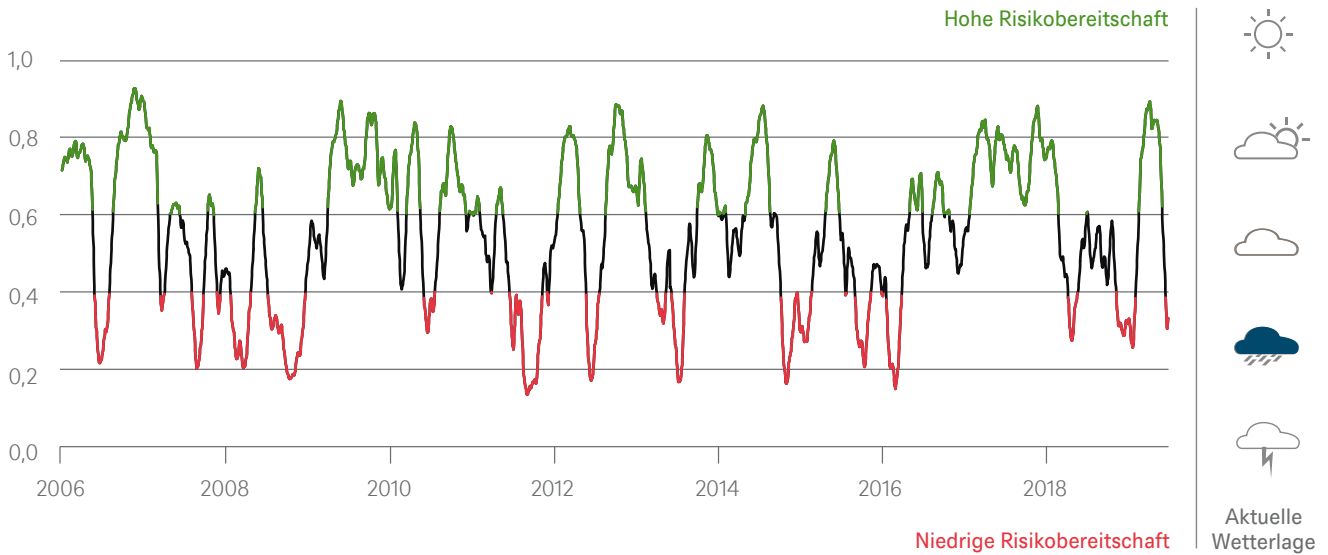
Der Makro-Indikator verzeichnete im April seinen tiefsten Stand seit 2009. Seitdem hat er sich etwas erholt, doch verharrt weiter im tief roten Bereich. Belastend sind insbesondere die globalen Einkaufsmanagerindizes und die Stimmung im produzierenden Gewerbe.



Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 19.06.2019

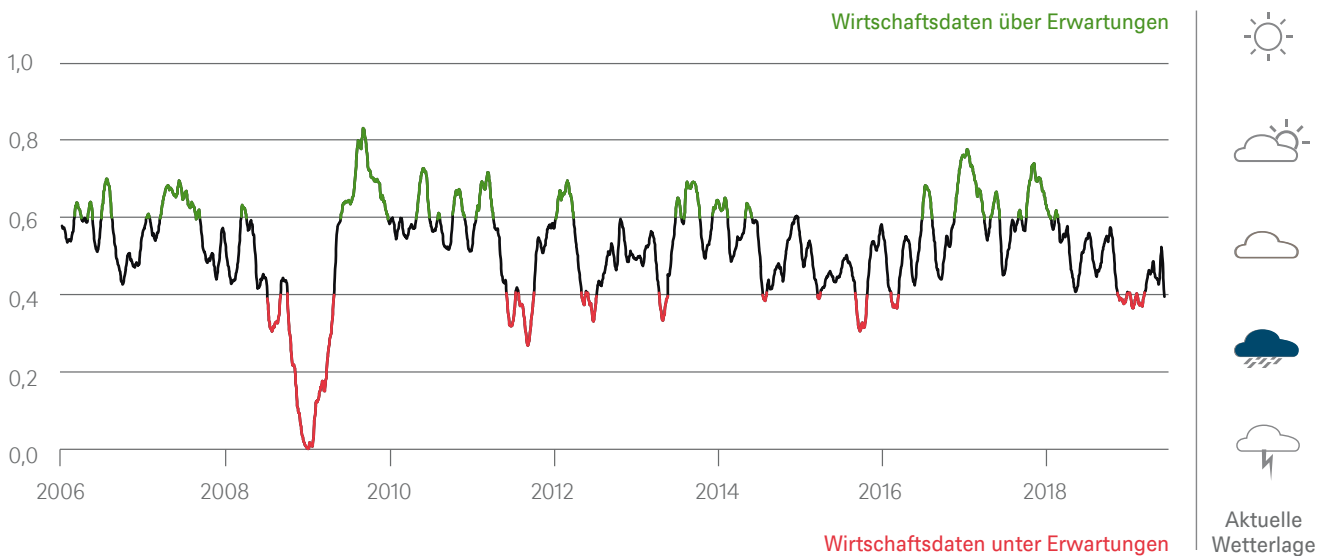
RISIKO-INDIKATOR / Gradmesser für die aktuelle Risikoneigung an den Finanzmärkten

Nach der Erholung des Risiko-Indikators im ersten Quartal hat die spontane Verschärfung der Rhetorik im Handelskonflikt seitens der USA das Risiko-Sentiment sehr schnell eingetrübt. Mitte Mai ist der Risiko-Indikator in den negativen Bereich zurückgefallen und steht aktuell in etwa auf dem sehr niedrigen Niveau von Ende 2018.



SURPRISE-INDIKATOR / Misst die Abweichung der Konjunkturdaten von den Erwartungen

Der Surprise-Indikator notierte die überwiegende Zeit des Jahres im roten Bereich. Bei den regionalen Sub-Indikatoren waren zwischenzeitlich dennoch starke Divergenzen zu beobachten. Jüngst sind jedoch alle Hauptregionen (USA, Europa und Asien) gleichzeitig im negativen Bereich. Die Erwartungen werden also regelmäßig enttäuscht.



Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 10.06.2019

Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 19.06.2019

GLOSSAR

Brexit – Kunstwort bestehend aus „Britain“ und „Exit“ zur Beschreibung des Ausscheidens Großbritanniens aus der EU

Diversifizierung – Veranlagung in unterschiedliche Vermögenswerte, deren Preise sich möglichst wenig und selten im Gleichschritt verändern

Einkaufsmanager-Index (ISM) – Fängt die Stimmung der Einkaufsmanager ein und ist ein viel beachtetes Konjunkturbarometer für die gesamtwirtschaftliche Lage

G20 – Gruppe der 20 größten Industrienationen und Schwellenländer der Welt. Hierzu gehören neben den G8-Staaten und der EU: Argentinien, Australien, Brasilien, China, Indien, Indonesien, Mexiko, Saudi-Arabien, Südafrika, Südkorea und die Türkei.

Hochzinsanleihen – Werden von Emittenten mit schlechter Bonität emittiert und bieten in der Regel eine vergleichsweise hohe Verzinsung

ICE BofA Merrill Lynch US High Yield Index – US-Hochzinsanleihenindex, der auch Nullkuponanleihen und Anleihen mit Recht auf Zahlungen in Sachleistung (PIK-Note) beinhaltet

J.P. Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI) – Index, der Investoren Zugang zu einer Reihe verschiedener Schwellenländeranleiheindizes bietet. Die genannten Indizes umfassen: Emerging Markets Bond Index Plus, Emerging Markets Bond Index Global und Emerging Markets Bond Global Diversified Index.

Korrelation – Statistische Kennzahl, die die Abhängigkeit zweier Zufallsvariablen misst

Markit iBoxx EUR Liquid High Yield Index – Index, der die Entwicklung von liquiden in Euro denominierten Anleihen unterhalb vom „Investment-Grade“ Rating abbildet

MSCI World Index – Index für 23 entwickelte Industrienationen, der über 1.600 große und mittelgroße notierte Unternehmen beinhaltet

MSCI Emerging Markets Index – Aktienindex, der große und mittelgroße notierte Unternehmen aus 23 Schwellenländern abbildet

Multi Asset – Unter diesem Begriff versteht man verschiedene Anlageklassen wie beispielsweise Aktien, Anleihen und Rohstoffe.

Rendite – Verhältnis der Auszahlungen zu den Einzahlungen einer Investition

Rendite-(oder Ertrags)-Risiko-Verhältnis – Kennzahl, die die Rendite einer Investition ins Verhältnis zum Risiko setzt

Rezession – Phase, in der die Wirtschaftsleistung zwei Quartale hintereinander im Vergleich zu den Vorquartalen nicht wächst oder zurückgeht

Schwellenländer (Schwellenmärkte) – Länder auf dem Weg zur Industrialisierung

Staatsanleihen – Staatsanleihen sind Anleihen, die von einem Staat herausgegeben werden.

Taube – Verfechter einer expansiven Geldpolitik

Unternehmensanleihe – ist eine Anleihe eines emissionsfähigen Unternehmens. Diese Schuldverschreibungen sind eine Alternative zur herkömmlichen Kreditaufnahme bei Banken und stellen den Zugang zu Liquidität sicher.

US Federal Reserve (Fed) – Zentralbank der USA

US-Staatsanleihen (U.S. Treasuries) – US-amerikanische Staatsanleihen

Volatilität – Statistisches Schwankungsmaß, welches, auf Indizes angewendet, häufig herangezogen wird, um das in Kapitalmärkten inhärente oder angenommene Risiko zu quantifizieren

West Texas Intermediate (WTI) – Eine Rohöl-Sorte, die als Benchmark für den Ölpreis herangezogen wird

WERTENTWICKLUNGEN / Überblick

Wertentwicklung in den vergangenen 12-Monats-Perioden (in %)

	05/14 – 05/15	05/15 – 05/16	05/16 – 05/17	05/17 – 05/18	05/18 – 05/19
ICE BofA Merrill Lynch US High Yield Index	1,8%	-0,9%	13,9%	2,3%	5,4%
J.P. Morgan Emerging Market Bond Index	0,5%	6,3%	8,9%	-3,7%	6,2%
Markit iBoxx EUR Liquid High Yield Index	3,6%	0,1%	7,4%	0,8%	2,2%
MSCI Emerging Market Index	-2,3%	-19,6%	24,5%	11,5%	-10,9%
MSCI World Index	3,7%	-5,9%	14,2%	9,5%	-2,2%
US-Staatsanleihen (10 Jahre)	5,0%	4,4%	-0,4%	-2,4%	8,6%
US-Staatsanleihen (2 Jahre)	0,8%	0,7%	0,6%	-0,1%	3,5%
US-Staatsanleihen (30 Jahre)	9,7%	8,4%	-1,6%	0,1%	11,0%

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Quelle: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH, Stand: 31.05.2019

Wichtige Hinweise

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, simuliert oder tatsächlich realisiert, sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS Investment GmbH. Stand: 27. Juni 2019

CRC 068621 (06/2019), CRC 068456 (06/2019)