

Risiko raus, Pulver bereithalten

- 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.

7 min Lesezeit

von Christian Hille, Head of Multi Asset



[Multi Asset Artikel - PDF Download](#)

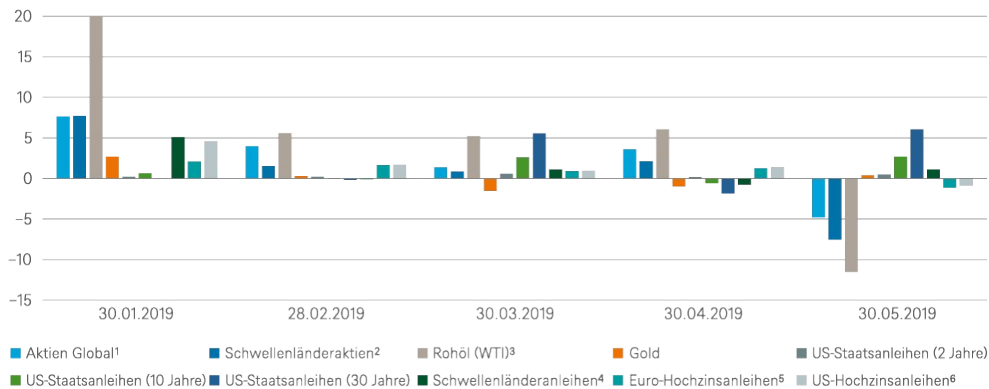
Wir sehen die mittelfristige Zukunft weniger düster als der US-Staatsanleihemarkt. Wir rechnen aber mit einem heißen Sommer, der Einstiegsgelegenheiten bieten kann.

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 %



Quellen: Refinitiv, DWS Investment GmbH; Stand: 18.06.2019

¹ MSCI World Index

² MSCI Emerging Markets Index

³ West Texas Intermediate

⁴ J.P. Morgan Emerging Market Bond Index

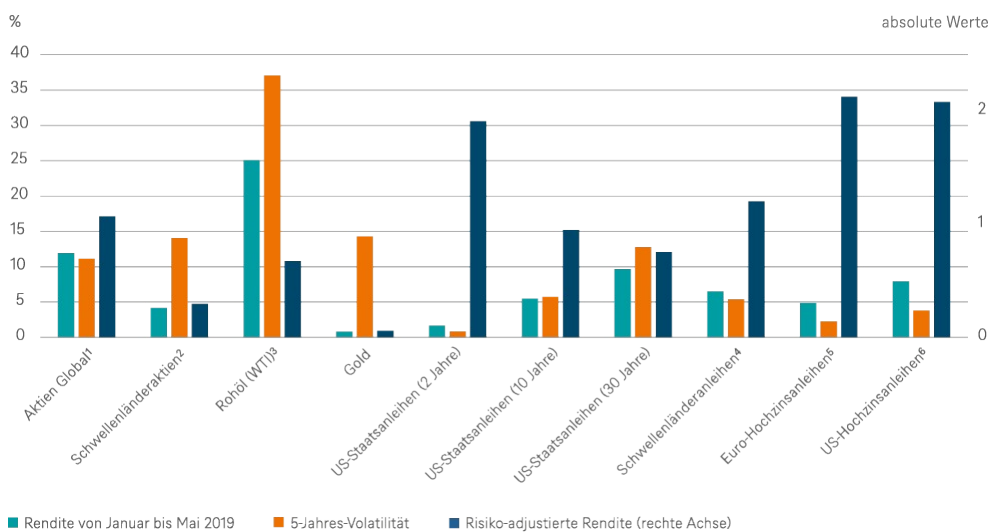
⁵ Markit iBoxx EUR Liquid High Yield Index

⁶ ICE Bofa Merrill Lynch US High Yield Index

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 gängiger Weise 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.



Quellen: Refinitiv, DWS Investment GmbH, Stand: 19.06.2019

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

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 darauf 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.

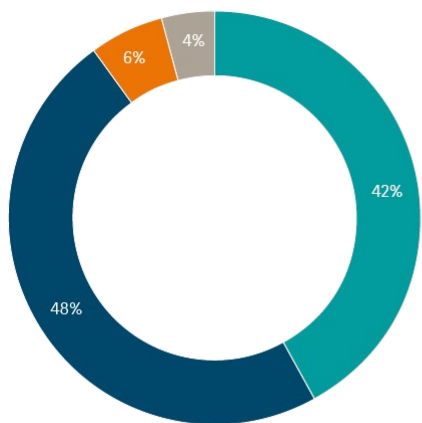
Eine sich noch weit über den G20-Gipfel^[2] hinaus erstreckende Verzögerung einer Deeskalation zwischen China und den USA; 2. Eine US Federal Reserve (Fed), die nach ihren jüngst sehr marktfreundlichen Tönen im Sommer die Zinsen dann doch nicht senkt – vielleicht wegen überraschend guter Wirtschaftszahlen. 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-Put.^[3] 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. Wirken 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.

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%

Quelle: Multi Asset Group, DWS Investment GmbH; Stand: 31.05.2019

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.

Indikatoren

Unruhige Großwetterlage

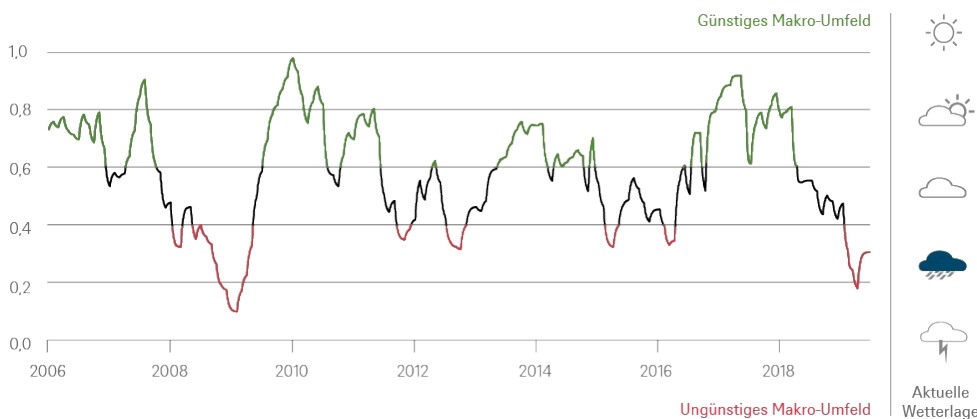
Alle drei Indikatoren zeichnen derzeit ein einheitliches Bild ...

...daher ist unserer Meinung nach Vorsicht geboten. Seit gut drei Wochen zeigen alle drei DWS Indikatoren einhellig 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, dass der Aktienmarkt noch nicht sieht?

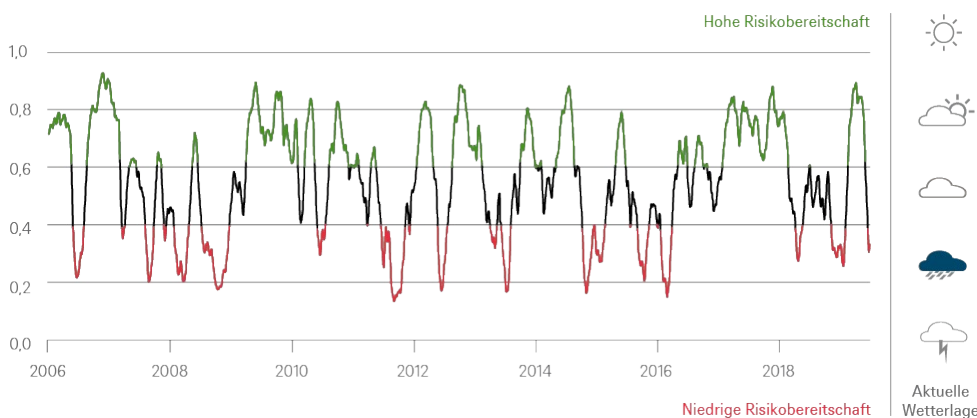
MAKRO-INDIKATOR / Kondensiert eine Vielzahl von konjunkturellen Daten

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 <javascript:void(0)> und die Stimmung im produzierenden Gewerbe.



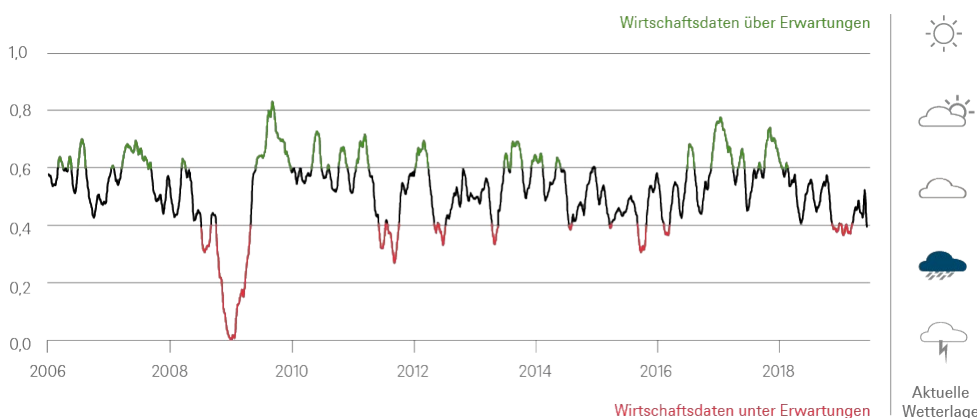
RISIKO-INDIKATOR / Gradmesser für die aktuelle Risikoneigung an den Finanzmärkten

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

Wertentwicklung der vergangenen 12-Monats-Perioden

	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%
U.S. Treasuries (10-year)	5,0%	4,4%	-0,4%	-2,4%	8,6%
U.S. Treasuries (2-year)	0,8%	0,7%	0,6%	-0,1%	3,5%
U.S. Treasuries (30-year)	9,7%	8,4%	-1,6%	0,1%	11,0%

Quellen: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH; Stand: 31.05.2019

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS Investment GmbH; Stand: 31.05.2019

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. 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.

DWS Investment GmbH; 19.06.2019
CRC 068621 (06/2019); CRC 068456 (06/2019)

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

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.

DWS auf Social Media