

---

# Asset Allocation Update: Selektiv gegen den Strom schwimmen

---

Multi-Asset | September 2020

---



**Maya Bhandari**  
Fondsmanagerin

Die Renditen der Assetmärkte lassen sich meist auf zwei Grundfaktoren zurückführen: die Entwicklung der Cashflows und der Abzinsungssätze. Ungefähr im vergangenen Monat haben sich beide Faktoren bei risikoreichen Anlagen wie Aktien im Wesentlichen günstig entwickelt. Die Erwartungen für die Gewinne – die dominante Cashflow-Quelle für Aktienanleger – durchschritten bei globalen Aktien Mitte Mai die Talsohle, und im Laufe der Berichtssaison schätzten die Analysten die zukünftige Gewinnentwicklung zunehmend optimistisch ein. Ungeachtet des dramatischen Rückgangs der ausgewiesenen Gewinne im zweiten Quartal haben sich die erwarteten zukünftigen Gewinne des MSCI All Country World Index dahingehend entwickelt, dass die Gewinne jetzt Ende nächsten Jahres geringfügig oberhalb ihres Niveaus vom letzten Dezember erwartet werden.

Die Geldpolitik ist indes ultraexpansiv. Auch wenn sich Kernländerstaatsanleihen im August schlecht entwickelten, gehen die Märkte davon aus, dass die kurzfristigen Abzinsungssätze in den Industrieländern mindestens in den nächsten fünf Jahren sehr niedrig (in den USA) oder negativ (in Europa) bleiben. Das neue geldpolitische Konzept der US-Notenbank Fed könnte diese expansiven Trends weiter verfestigen.

## **Gewinne, Konjunkturmilieu und Bewertungen**

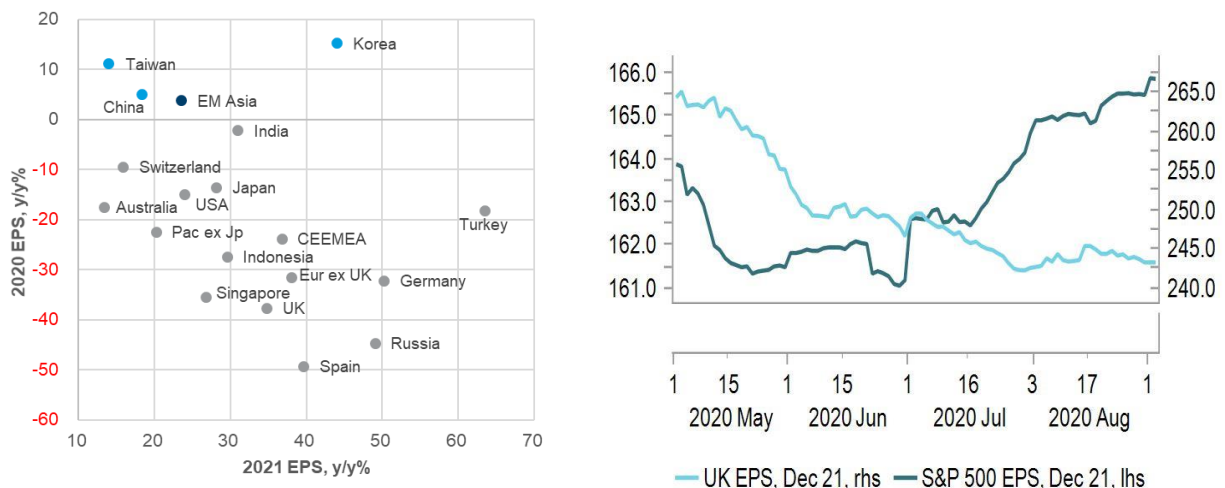
Warum also haben wir dann begonnen, selektiv gegen den Strom zu schwimmen? Aus drei wesentlichen und miteinander zusammenhängenden Gründen: weniger positive regionale Gewinnrends (oder Cashflow-Trends), auch wenn die globalen Aggregate dies vielleicht verschleiern; unsere im Allgemeinen vorsichtige Konjunktureinschätzung, wonach das Wirtschaftswachstum in diesem Jahr in den meisten Regionen im oder nahe am untersten Dezil der Konsenserwartungen liegen dürfte; und höhere Bewertungen nach einer Periode mit außergewöhnlich hohen Renditen, zum Beispiel in manchen Bereichen festverzinslicher Anlagen.

Aggregate verschleiern oft zugrunde liegende Trends. Die Gewinnerwartungen für die USA, die die globalen Indizes dominieren, haben sich zwar kräftig erholt, doch mit Ausnahme der asiatischen Schwellenländer ist das in keinem anderen regionalen Block der Fall 1.

Gewiss, die asiatischen Schwellenländer ragen als die einzige Region heraus, für die Gewinnsteigerungen in den Jahren 2020 und 2021 erwartet werden (Abbildung 1, links). Sie sind zusammen mit den USA auch die Region, auf die wir unser Aktienrisiko konzentrieren<sup>2</sup>. In Großbritannien und, in geringerem Maße, Europa ohne Großbritannien sind die Gewinne dieses Jahr kräftig gefallen und die Gewinnerwartungen für Ende 2021 haben sich rückläufig und entgegengesetzt zu den USA und den asiatischen Schwellenländern entwickelt (Abbildung 1, rechts). Zu dieser Konstellation gesellen sich verschiedene Herausforderungen: der Brexit; ein voraussichtlicher Anstieg der Arbeitslosigkeit im Oktober, wenn Urlaubsarrangements auslaufen; und ein Markt, dessen Zusammensetzung zu einer Indexausrichtung auf Substanzfaktoren führt, die sich in dem von uns erwarteten Umfeld schwer tun werden – mehr dazu weiter unten.

Insgesamt bewegen uns diese Entwicklungen, in der dritten Juliwoche unser Engagement in britischen Aktien auf eine im Rahmen unserer Vermögensallokation untergewichtete Position zu verringern. Wegen des schwachen erwarteten Gewinnwachstums und erneuter Covid-Sorgen hüteten wir uns auch davor, über europäische Aktien ein zyklisches Engagement einzugehen. Stattdessen bevorzugen wir eine Long-Position im Euro, der von bedeutenden politischen Änderungen wie dem EU-Wiederaufbaufonds und der weltweit ultraexpansiven Geldpolitik profitieren dürfte, ohne jedoch die Konjunktursensitivität von Aktien aufzuweisen.

Abbildung 1: Eine bunte Mischung von Gewinnen... mit unterschiedlichen Endpunkten 2021



Englisch	Deutsch
EPS	Gewinn je Aktie (EPS)
y/y%	ggü. Vj.
Taiwan	Taiwan
Korea	Korea
China	China
EM Asia	Asiatische Schwellenländer
Switzerland	Schweiz
India	Indien
Japan	Japan
Australia	Australien
USA	USA
Pac ex Jp	Pazifik ohne Japan
Turkey	Türkei
CEEMEA	CEEMEA
Indonesia	Indonesien
Eur ex UK	Europa ohne GB

<sup>1</sup> Technologie- und Kommunikationstitel haben unverhältnismäßig viel zu den Gewinnen und Renditen in den USA beigetragen. Diese zwei Sektoren bevorzugen wir auch am stärksten.

<sup>2</sup> Eine „Barbell“-Aktienstrategie in einem weiterhin unsicheren Umfeld, Natasha Ebtehadi/Felicity Long, Columbia Threadneedle Investments, 6/20.

Singapore	Singapur
UK	GB
Germany	Deutschland
Spain	Spanien
Russia	Russland
May	Mai
Jun	Juni
Jul	Juli
Aug	Aug.
UK EPS	EPS GB
rhs	rechts
S&P 500 EPS	EPS S&P 500
Dec	Dez.
lhs	links

Quelle: Macrobond, 2. September 2020

### Konjunkturprognosen

Unsere derzeitige Abneigung gegen breitere zyklische, substanzorientierte oder sogar Small-Cap-Engagements stützt sich auf unsere eindeutig vorsichtigen Konjunktüreinschätzungen. Obwohl die weitreichende Stilllegung der Wirtschaft das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im zweiten Quartal nicht so stark sinken ließ wie von uns befürchtet (weshalb wir letzte Woche unsere Wachstumsprognose für das US-BIP 2020 von -7,5 % auf -5,5 % anhoben), bleiben unsere Konjunkturprognosen eindeutig vorsichtig. Tatsächlich ging unsere Aufwärtsrevision des US-Wachstums 2020 mit einer Abwärtsrevision unserer Erwartung für 2021 einher. In Europa, Großbritannien und Japan liegen wir mit unserer Wachstumserwartung für 2020 im oder sehr nahe am untersten Dezil und erwarten, dass das reale BIP irgendwann nach dem Dezember 2021 wieder das Niveau von Ende 2019 erreicht (ein Mittelweg zwischen einer U- und einer L-förmigen Erholung nach dem Sprachgebrauch von heute). Risiken gibt es zuhauf, von starken Beschäftigungsrückgängen infolge des Auslaufens von Urlaubsarrangements über die Unsicherheit im Zusammenhang mit den US-Präsidentchaftswahlen bis zur Befürchtung neuer Lockdowns bei einer zweiten Covid-Welle.

Ein Finanzmarktsegment, das seit der ersten Covid-Welle stark zugelegt hat, sind Unternehmensanleihen, insbesondere solche mit Investment-Grade-Rating. Bei den Höchstständen der Kreditaufschläge im März entschädigten Investment-Grade-Unternehmensanleihen die Anleger für das 50-Fache der normalen Ausfallquote und notierten rund 2,5 Standardabweichungen unterhalb der langfristigen Durchschnitte<sup>3</sup>.

Nach einer rasanten Rallye liegen die Bewertungen jetzt leicht über den langfristigen Durchschnitten. Bonitätsstärkere Unternehmensanleihen sind zwar rund 60 % der Zeit überbewertet, haben robustere Bilanzen als andere Segmente des Unternehmensanleihemarkts und profitieren weiterhin erheblich von der Zentralbankpolitik, doch die abnormalen Wertzuwächse, die wir bei Vermögensallokationsportfolios vereinnahmen wollten, sind jetzt verschwunden. Deshalb haben wir in der letzten Augustwoche unsere Einstufung bonitätsstärkerer Unternehmensanleihen auf „bevorzugt“ gesenkt – was der Einstufung hochverzinslicher Unternehmensanleihen entspricht. Wir sind jedoch Kernländerstaatsanleihen, deren Risiko-Ertrags-Verhältnis bei den derzeitigen Bewertungen sehr schlecht ist, weiterhin abgeneigt.

Wie zuvor schalten wir mit diesen Veränderungen nicht auf einen defensiven Modus um. Vielmehr gehen wir weiterhin erhebliche Aktien- wie auch Kreditrisiken ein. Niedrigere effektive Abzinsungssätze sind bei einer Erholung der Volkswirtschaften sehr hilfreich. Wir streben Long-Positionen in Vermögenswerten an, die davon am stärksten profitieren. Da sich jedoch die Märkte erholt haben und sich die Risiken verlagert haben, schwimmen wir in eher zyklischen Bereichen selektiv gegen den Strom.

<sup>3</sup> Asset Allocation Update: Unsere Einschätzung der derzeitigen Lage, Maya Bhandari/Felicity Long, Columbia Threadneedle Investments, 5/20.

Abbildung 2: Überblick über die Asset Allocation

	Stark abgeneigt	Abgeneigt	Neutral	Bevorzugt	Stark bevorzugt
Asset Allocation		Staatsanleihen Inflationsindexierte Anleihen	Kasse Immobilien Rohstoffe	Aktien Unternehmensanleihen	
Aktienregion		GB	Schwellenländer Japan Europa ohne GB	Pazifik ohne Japan USA	
Globaler Aktiensektor		Immobilien Finanzsektor Versorger Energie Basiskonsumgüter	Industriesektor Zyklische Konsumwerte Grundstoffe	Gesundheitswesen Technologie Kommunikationsdienste	
Anleihen – währungs- gesichert		Japan	Deutschland USA GB	Nordische Länder Australien EM- Lokalwährungsanleihen	
Unternehmens- anleihen			Schwellenländeranleihen	Hochverzinsliche Unternehmensanleihen IG- Unternehmensanleihen	
Rohstoffe		Getreide Agrarrohstoffe	Lebendvieh Energie	Edelmetalle Grundmetalle	
Währungen		GBP USD	Nordische Währungen AUD	JPY EUR	
Portfoliorisiko			X		

Quelle: Columbia Threadneedle Investments, 2. September 2020.



**Wichtige Informationen: Nur für Anlageberater/professionelle Anleger (nicht für Privatkunden zu verwenden oder an diese weiterzugeben).** Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Ihr Kapital ist nicht geschützt. Der Wert der Anlagen und etwaige Einkünfte daraus sind nicht garantiert und können sowohl steigen als auch fallen sowie von Wechselkursveränderungen beeinflusst werden. Das bedeutet, dass ein Anleger unter Umständen den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhält. Dieses Dokument ist keine Anlage-, Rechts-, Steuer- oder Bilanzierungsberatung. Anleger sollten ihre eigenen professionellen Berater zu Anlage-, Rechts-, Steuer- oder Bilanzierungsfragen in Bezug auf eine Anlage bei Columbia Threadneedle Investments konsultieren. Die hier zugrunde liegenden Analysen wurden von Columbia Threadneedle Investments für die eigenen Anlageverwaltungstätigkeiten erstellt. Sie wurden möglicherweise bereits vor der Veröffentlichung verwendet und werden hier lediglich als Hintergrundinformationen bereitgestellt. Alle enthaltenen Meinungsäußerungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, können jedoch ohne Benachrichtigung geändert werden und sind nicht als Anlageberatung zu verstehen. Dieses Dokument enthält zukunftsgerichtete Aussagen wie etwa Prognosen über zukünftige Wirtschafts- und Finanzbedingungen. Weder Columbia Threadneedle Investments noch deren Vorstand, Führungskräfte oder Mitarbeiter geben Zusicherungen, Gewährleistungen, Garantien oder sonstige Zusagen, dass sich diese zukunftsgerichteten Aussagen als richtig erweisen werden. Aus externen Quellen bezogene Informationen werden zwar als glaubwürdig angesehen, für ihren Wahrheitsgehalt und ihre Vollständigkeit kann jedoch keine Garantie übernommen werden. Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited. Eingetragen in England und Wales unter der Registernummer 573204; eingetragener Firmensitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG, GB. Im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority. Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited verbreitet, die der Aufsicht der Dubai Financial Services Authority (DFSA) untersteht. Für Vertriebsstellen: Dieses Dokument dient dazu, Vertriebsstellen Informationen über die Produkte und Dienstleistungen der Gruppe bereitzustellen, und ist nicht zur Weitergabe bestimmt. Für institutionelle Kunden: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Finanzberatung dar und sind ausschließlich für Personen mit entsprechenden Anlagekenntnissen bestimmt, welche die aufsichtsrechtlichen Kriterien für professionelle Anleger oder Marktkontrahenten erfüllen; andere Personen sollten nicht auf Grundlage dieser Informationen handeln. Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe. **Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe.**