

Asset Allocation Update: „Standing Pat“

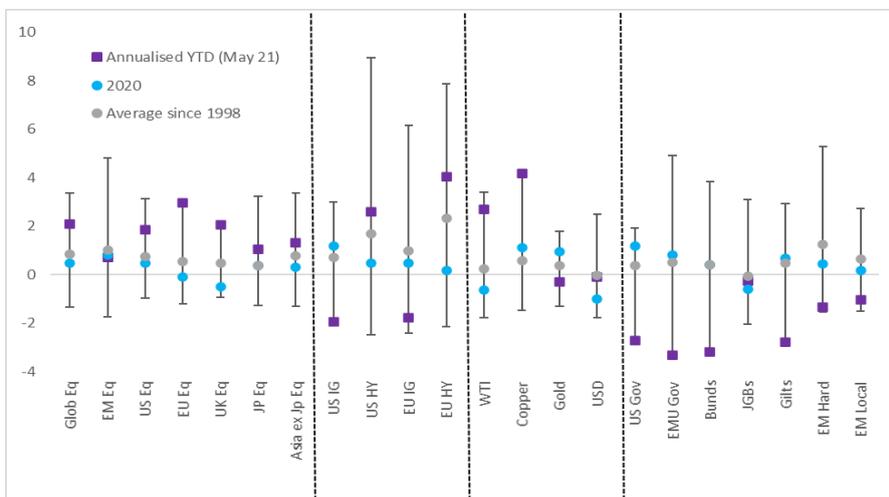
Multi-Asset | Mai 2021



Maya Bhandari
Fondsmanagerin

Wenn bei einem Kartenspiel das ursprüngliche Blatt behalten wird, ohne weitere Karten zu ziehen, so bezeichnet man dies als „Standing Pat“. Dieser Begriff beschreibt auch gut, wie wir unsere Vermögensallokation in den letzten Monaten gesteuert und dabei nur wenige Änderungen an unseren übergeordneten Präferenzen vorgenommen haben. Wir sind nach wie vor der Ansicht, dass Aktien und Unternehmensanleihen in den nächsten zwölf bis 18 Monaten die beste risikobereinigte Rendite erbringen werden. Der Kernduration stehen wir weiterhin vorsichtig gegenüber, während unser Ausblick für Kasse, Rohstoffe und britische Gewerbeimmobilien neutral ist.

Abbildung 1: volatilitätsbereinigte Renditen, Januar 1998 – Mai 2021



Annualised YTD (may 21)	Annualisiert, lfd. Jahr (Mai 2021)
Average since 1998	Durchschnitt seit 1998
Glob Eq	Aktien Welt
EM Eq	Aktien Schwellenländer
US Eq	Aktien USA
EU Eq	Aktien EU
UK Eq	Aktien GB
JP Eq	Aktien Japan
Asian ex Jp Eq	Aktien Asien ohne Japan
US IG	IG-Unternehmensanl. USA
US HY	Hochzinsanl. USA
WTI	WTI
Copper	Kupfer
Gold	Gold
USD	USD
US Gov	Staatsanl. USA
EMU Gov	Staatsanl. EWU
Bunds	Bundesanleihen
JGBs	Staatsanl. Japan
Gilts	Staatsanl. GB
EM Hard	EM-Hartwährungsanl.
EM Local	EM-Lokalwährungsanl.

Die recht erratische Entwicklung an den Finanzmärkten in den ersten fünf Monaten des Jahres hat diese Positionierung weitgehend unterstützt. Während die volatilitätsbereinigten Renditen oder „Sharpe Ratios“ bei Aktien (und Rohstoffen) überaus eindrucksvoll waren und dabei die jeweiligen Mediane und Mittelwerte weit übertroffen haben, fielen sie bei Anleihen mit langer Duration – und hier insbesondere Staatsanleihen – äußerst dürftig aus (Abbildung 1)¹. Wir haben *ad nauseam* darüber diskutiert, warum sich Staatsanleihen der Industrieländer aus unserer Sicht denkbar schlecht zur Renditediversifizierung eignen – und da die Zinsen immer noch historisch niedrig sind, was mit ähnlich geringen Ertragschancen einhergeht, und die fiskalische Verschwendung immer mehr um sich greift, gehen wir mit Durationsengagements in unseren Multi-Asset-Fonds derzeit eher sparsam um.

Unsere Allokationen bei den übergeordneten Anlagekategorien waren in zwei wichtigen Bereichen nicht so erfolgreich wie gewünscht. Dies gilt zum einen für unser zyklisches Aktienengagement mit Schwerpunkt auf den asiatischen Schwellenländern und Japan, die deutlich hinter Großbritannien und Europa zurückgeblieben sind – und zum anderen für unsere anhaltende Präferenz für hochverzinsliche wie auch für erstklassige Unternehmensanleihen, die erhebliche Performanceunterschiede gezeigt haben. Lassen Sie uns beides im Folgenden näher beleuchten.

Aktienregionen unter der Lupe

Dass sich Japan und die aufstrebenden Länder Asiens so enttäuschend entwickelt haben, kommt angesichts der erhöhten Gewinnsensitivität gegenüber der globalen Industrieproduktion und der relativ hohen Abhängigkeit von zyklischen Branchen überraschend. So reagieren zum Beispiel die Unternehmensgewinne in beiden Regionen doppelt so stark auf Veränderungen der Weltindustrieproduktion wie jene in Europa und Großbritannien², was nicht zuletzt daran liegt, dass die asiatischen Märkte im Vergleich zum Rest der Welt stärker Zyklischer-lastig sind. In allen Fällen lässt sich jedoch die geringere Teilhabe an der zyklischen Rally durch idiosynkratische Faktoren erklären – eine Kombination aus neuen Corona-Infektionswellen, wenig hilfreichen inländischen Nachrichtenflüssen (untermauert durch eine typische saisonbedingte Vorsicht bei japanischen Aktienanalysten) und in der zweiten Jahreshälfte 2020 der Sorge davor, dass China einen deutlich restriktiveren geldpolitischen Kurs einschlagen könnte.

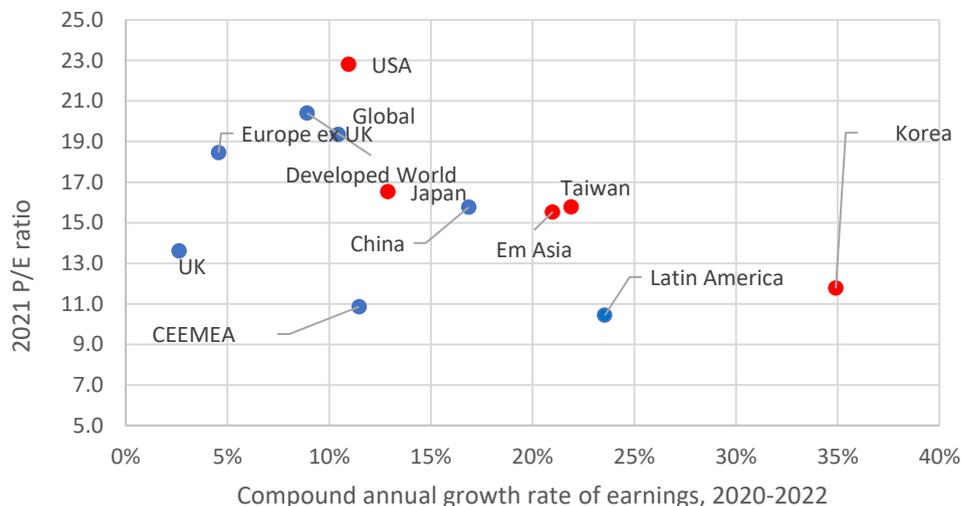
¹ Für europäische und britische Aktien die besten seit Ende der 1990er-/Anfang der 2000er-Jahre; die schlechtesten in diesem Zeitraum für europäische Staatsanleihen, britische Gilts und US-Treasuries

² Sieben- bis achtmal so hohe Sensitivität (Beta-Faktor) in den asiatischen Schwellenländern und Japan, verglichen mit drei- bis viermal für Europa und Großbritannien

Während Letzteres mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit negativ für risikoreichere Anlagen wäre, erwarten wir, dass die geldpolitischen Zügel nur moderat angezogen werden. Denn die chinesischen Behörden dürften ihre Lektion aus den überambitionierten Straffungen in den Jahren 2017 und 2018 gelernt haben. Unsere asiatischen Aktienkollegen begrüßen außerdem, dass die Wachstums- und Gewinnqualität in China infolge der jüngsten Maßnahmen besser geworden ist. Da für dieses und nächstes Jahr hohe, über dem Konsens liegende Gewinne erwartet werden – Asien und Japan dürften zwischen 2020 und 2022 mühelos auf ein zweistelliges durchschnittliches Gewinnwachstum kommen und dabei Europa und Großbritannien weit hinter sich lassen – und dies auch noch zu einem weltweit wettbewerbsfähigen Preis, haben wir unser Engagement in den schwächeren Märkten beibehalten (Abbildung 2).

Konstruktiv gestimmt bleiben wir auch für Aktien aus den USA, wo die Stärke der Berichtssaison im ersten Quartal doch recht erstaunlich war. Immerhin sind die Gewinne der Unternehmen im S&P 500 um 50 % gegenüber dem Vorjahr gestiegen – das ist mehr als doppelt so hoch wie der (höhere) erwartete Zuwachs von 24 %; ungewöhnlich ist außerdem, dass die Analysten im Verlauf des Quartals ihre Prognosen angehoben haben. Diese Berichtssaison hat der Markt wie schon im Vorquartal als Gelegenheit genutzt, um moderate Gesamtrendite-Gewinne zu verbuchen, und auch für ein sogenanntes „Derating“ (d. h. sinkende Kurs-Gewinn-Verhältnisse). Die Umsätze im S&P 500 fallen im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 10 % höher aus, während die Erwartungen bei lediglich 6 % lagen, und mit Blick auf das Gesamtjahr sehen unsere US-Aktienkollegen Aufwärtsrisiken sowohl für das Umsatz- als auch für das Gewinnwachstum.

Abbildung 2: Was kostet Gewinnwachstum?



Quelle: Citi Research, Worldscope, MSCI, FactSet, 24. Mai 2021. Die roten Punkte markieren unsere bevorzugten Regionen. Hinweis: Die vorstehenden Daten wurden auf der Grundlage von Unternehmen im MSCI AC World Index erfasst. Die Marktkapitalisierung für Regionen, Märkte und Sektoren ist jeweils an den Streubesitz angepasst. KGV, EPS-Wachstum, KBV, Dividendenrendite und Eigenkapitalrendite werden aus FactSet-Konsensdaten aggregiert.

2021 P/E ratio	Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2021
Europe ex UK	Europa ohne GB
Developed World	Industrielländer
CEEMEA	CEEMEA
Compound annual growth rate of earnings, 2020-2022	Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Gewinne, 2020–2022

Tiefer bohren bei Bonitätsbewertungen

Auch bei hochverzinslichen Unternehmensanleihen und solchen mit Investment Grade sind die Gesamtrenditen in diesem Jahr bisher deutlich auseinandergelaufen. Teilweise ist dies auf die Duration zurückzuführen, die sich schlecht entwickelt hat und qualitativ hochwertige Anleihen mit längerer Restlaufzeit weit mehr beeinflusst als Hochzinspapiere mit kürzerer Duration. Hinzu kommen aber auch unterschiedliche zugrunde liegende Risikotrends. Skaliert man das Exposure marktübergreifend für dieselbe 12-Monats-Volatilität (z.B. des S&P 500), so zeigt sich, dass Investment-Grade-Anleihen mit Abstand die höchsten risikobereinigten Renditen generiert haben – höher als bei Aktien und Hochzinsanleihen (Abbildung 3).

Abbildung 3: Gesamtrenditen, skaliert um die Volatilität der letzten 12 Monate, 2002–2021



Quelle: Bloomberg, 24. Mai 2021. Für die Erstellung von „risikogleichen“ Zeitreihen wird das Exposure marktübergreifend skaliert, sodass die Volatilität der verschiedenen Anlageklassen jeweils der impliziten 12-Monats-Volatilität des S&P 500 (SPX) entspricht; dieser Vorgang muss jeden Monat wiederholt werden.

Vol-levered	Volatilitätsgewichtet
US Eq	Ak. USA
Jp Eq	Ak. Jap.
10yr UST	10J-UST
Commod	Rohst.
HY	HY
IG	IG

Nach einem schwachen ersten Quartal treten hochwertige Anleihen jetzt auf der Stelle. Angesichts der anhaltenden Unterstützung durch Notenbanken und der erheblichen Verbesserung der zugrunde liegenden Unternehmensfundamentaldaten behalten wir unser Engagement aber unverändert bei. Dabei richten wir unsere Anlagen weiter auf den Überschuss-Spread von kürzer laufenden Hochzinsanleihen in Europa aus, die sich angesichts der politischen Unterstützung, des anhaltenden Konjunkturaufschwungs und der sich verbessernden Bonitätskennzahlen – ganz zu schweigen von den deutlich gesunkenen Ausfallrisikoprämissen für dieses und nächstes Jahr, bei auch noch höheren erwarteten Erholungsraten – in einem Sweetspot befinden könnten.

Abbildung 4: Überblick über die Asset Allocation

	Strongly Dislike	Dislike	Neutral	Favour	Strongly Favour
Asset Allocation		Government Index-Linked	Cash Property Commodity	Equity Credit	
Equity Region			UK EM Europe ex-UK	Japan US	Pacific ex-Japan
Global Equity Sector		Real Estate Financials Utilities Energy Staples	Industrials Consumer Cyclicals Materials	Health Technology Communication services	
Bond – FX Hedged		Japan	Germany US UK	Nordic Australia EM Local	
Credit			EMD	Corporate HY Corporate IG	
Commodity		Livestock Precious metals	Softs Base metals Energy	Grains	
FX		Euro GBP	Nordics AUD JPY		USD
Portfolio risk			X		

Quelle: Columbia Threadneedle Investments, 24. Mai 2021.

Strongly Dislike	Stark abgeneigt
Dislike	Abgeneigt
Neutral	Neutral
Favour	Bevorzugt
Strongly Favour	Stark bevorzugt
Asset Allocation	Asset Allocation
Government	Staatsanleihen
Index-Linked	Inflationsindexierte Anleihen
Cash	Kasse
Property	Immobilien
Commodity	Rohstoffe
Equity	Aktien
Credit	Unternehmensanleihen
Equity Region	Aktienregion
UK	GB
EM	Schwellenländer
Europe ex-UK	Europa ohne GB
Japan	Japan
US	USA
Pacific ex-Japan	Pazifik ohne Japan
Global Equity Sector	Globaler Aktienssektor
Real Estate	Immobilien
Financials	Finanzsektor
Utilities	Versorger
Energy	Energie
Staples	Basiskonsumgüter
Industrials	Industriesektor
Consumer	Zyklische
Cyclicals	Konsumwerte
Materials	Grundstoffe
Health	Gesundheitswesen
Technology	Technologie
Communication services	Kommunikationsdienste
Bond – FX Hedged	Anleihen – währungsgesichert
Japan	Japan
Germany	Deutschland
US	USA
UK	GB

Nordic	Nordische Länder
Australia	Australien
EM Local	EM-Lokalwährungsanleihen
Credit	Unternehmensanleihen
EMD	Schwellenländeranleihen
Corporate HY	Hochverzinsliche Unternehmensanleihen
Corporate IG	IG-Unternehmensanleihen
Commodity	Rohstoffe
Livestock	Lebendvieh
Precious metals	Edelmetalle
Softs	Agrarrohstoffe
Base metals	Grundmetalle
Energy	Energie
Grains	Getreide
FX	Währungen
Euro	EUR
GBP	GBP
Nordics	Nordische Währungen
AUD	AUD
JPY	JPY
USD	USD
Portfolio risk	Portfoliorisiko

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. Threadneedle Management Luxembourg S.A. Eingetragen im Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg), Registernummer B 110242; eingetragener Firmensitz: 44 rue de la Vallée, L-2661 Luxembourg, Großherzogtum Luxemburg. Im Vereinigten Königreich 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. Für den Nahen Osten gilt: 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.**

columbiathreadneedle.com

Mai 2021 | 3607527