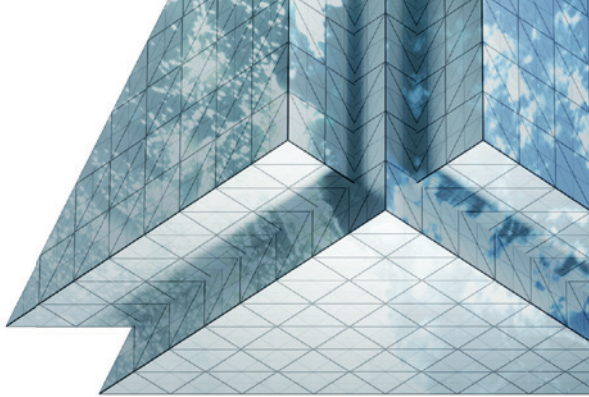




Janus Henderson
—KNOWLEDGE. SHARED—

MARKT-GPS
**ALTERNATIVE ANLAGEN –
AUSBLICK 2020**

Nur für professionelle Investoren



SIND ALTERNATIVE ANLAGEN DIE LÖSUNG FÜR DIE NÄCHSTE ZYKLUSPHASE?



Viele Anleger treibt derzeit die Frage um, ob jetzt der richtige Zeitpunkt ist, ihre Allokation in alternative Anlagen zu erhöhen. Eine echte Diversifizierung halten wir grundsätzlich für einen vernünftigen Ansatz. Michael Ho, Global Head of Multi-Asset and Alternatives, rät bei der Auswahl geeigneter Anlagen jedoch zu besonderer Sorgfalt.

In den letzten 15 Jahren sind alternative Anlagen bei Anlegern immer beliebter geworden. Nach einer aktuellen Studie der BCG Consulting Group ist das verwaltete Vermögen in alternativen Anlageinstrumenten schneller gewachsen als in allen anderen Anlageklassen. Einzige Ausnahme sind passive Anlageformen. Zudem hat die Studie ergeben, dass innerhalb der Anlageklasse die Bereiche liquide alternative Anlagen, Infrastruktur, Privatkredite und Private Equity vermutlich am schnellsten wachsen werden. Offenbar nehmen Portfolios mit einer Kernallokation in passiven Anlagen und einer Satellite-Alpha-Allokation, bei der die Mehrrendite hauptsächlich über alternative Anlagen angestrebt wird, weiter Fahrt auf.

Dabei sind alternative Anlagen alles andere als eine kohärente Anlagekategorie, und viele unserer Kunden rund um den Globus fragen sich, wo echte Diversifizierungsvorteile abseits der traditionellen Anlageklassen zu finden ist. Gefragt ist auch unsere generelle Einschätzung zu Absolute-Return-Strategien oder dazu, wie gut sich alternative Anlagen für die späten Zyklusphasen eignen. Viele wollen außerdem wissen, welche alternativen Anlagestile bei den vor uns liegenden Rahmenbedingungen am ehesten infrage kommen. Im Folgenden versuchen wir, einige dieser Fragen zu beantworten.

Selektivität ist ein Muss

Bei der Beurteilung der Vor- und Nachteile alternativer Anlagen darf nicht vergessen werden, dass es sich bei ihnen keineswegs um eine kohärente Anlageklasse handelt. Einen für alle passenden Anlageansatz gibt es daher nicht, und Verallgemeinerungen sind schwierig. Tatsächlich ist die Anlageklasse als Ganzes betrachtet nach unserer Einschätzung derzeit wenig attraktiv. Das lässt sich an der Performance aus mehr als 25 Jahren von Hedgefonds ablesen, die für viele synonym für alternative Anlagen sind. Statistische Schätzungen zeigen über diesen Zeitraum einen Abwärtstrend bei den Renditen, wobei das Alpha derzeit auf -2% pro Jahr geschätzt wird. Beunruhigender ist jedoch, dass mehr als 90% der Renditen (Performance-Treiber) mit einem Exposure im S&P 500® Index erklärt werden können.¹ Offenbar bieten Hedgefonds als solche also derzeit möglicherweise nicht die Diversifizierungsvorteile, wegen derer sie seit Jahren eigentlich genutzt werden. Unseres Erachtens können Anleger von alternativen Strategien profitieren, die in diversifizierte Anlagen mit alternativen Risikoprämien und Hedgefonds-Strategien investieren, statt sich allein auf das Aktien-Beta zu verlassen. Über längere Zeiträume betrachtet, sollten alternative Instrumente praktisch kein Engagement an den traditionellen Aktien- und Rentenmärkten aufweisen.

Private Equity – falsch verstanden?

Kann Private Equity die Lösung sein? Aus unserer Sicht ist fraglich, ob Private Equity die Risikostreuung und

„Mit der wachsenden Zahl der Rentner kann die Gesellschaft Anlageverluste immer weniger tolerieren und wirken sich die möglichen Folgen gravierender aus.“



MICHAEL HO, PHD.
GLOBAL HEAD OF MULTI-ASSET AND ALTERNATIVES

Mehrrendite bietet, die Anleger traditionell mit dieser Anlageklasse verbinden. Ein wesentlicher Aspekt ist die Glättung der Nettovermögenswerte aufgrund der nur begrenzt möglichen Bewertung der Portfolioanlagen zu Marktpreisen. Eine aktuelle Studie der Brigham Young University² verwendet daher Transaktionen am Sekundärmarkt, um die Renditequellen genauer zu analysieren. Demnach haben Private-Equity-Anlagen ein hohes Aktien-Beta (größer als 1) und ein niedriges Alpha (statistisch nicht von 0 zu unterscheiden) geliefert. Die in der Vergangenheit hohen Gesamtrenditen von Private-Equity-Anlagen und Buyout-Fonds sind tendenziell dem extrem hohen Fremdkapitalanteil zuzuschreiben, aus dem auch das hohe Aktien-Beta resultiert.

Die eigenen Renditequellen kennen

Aber es gibt auch gute Nachrichten. Ein Vorteil alternativer Anlagen ist ihre Vielfalt. Zudem gibt es durchaus Manager, die in der Lage waren, einen Mehrwert zu liefern. An den Indizes von HFRI wird deutlich, dass ein Ansatz mit weniger als 25% Aktien-Beta vorteilhaft ist.

Viele Strategien mit geringem Aktien-Beta verfolgen einen Relative-Value- oder Makro-Anlagestil. Beruhigend, dass es immer noch Anlageansätze gibt, bei denen es auf Kompetenz ankommt. Und wenn die Marktschwankungen im nächsten Jahr wie erwartet zunehmen, könnten Anleger von einem solchen Ansatz profitieren.

Droht 2020 ein Bärenmarkt?

Wir schauen uns lieber die strukturellen Treiber genau an, um fehlbewertete Risiken zu erkennen. Mit Blick auf 2020 glauben wir, dass die Märkte und insbesondere der Unternehmenssektor in dieser späten Zyklusphase anfällig für Schocks sind. Zudem beobachten wir Entwicklungen an den Märkten, von denen Druck auf traditionelle Anlageklassen ausgehen könnte.

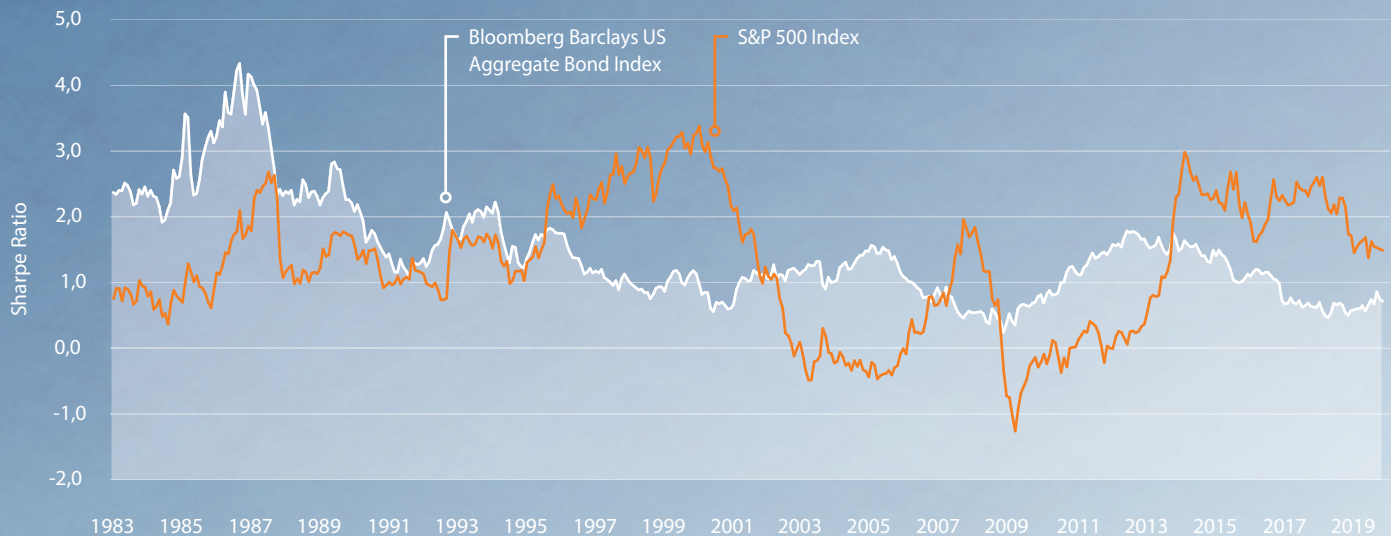
Nach der globalen Finanzkrise sind die Kurs-Gewinn-Verhältnisse von Aktien stark gestiegen. Gleichzeitig hat auch die Verschuldung der Unternehmen zugenommen. Dies ist einer der Nebeneffekte der umfangreichen Aktienrückkäufe seitens der Unternehmen, die seit 2009 die größten

Absolute-Return-Anlagen – immer noch ein lohnender Ansatz?

Viele meinen, dass Absolute-Return-Investments nicht das geliefert haben, was sie sich nach der Finanzkrise von ihnen versprochen haben. Das liegt vor allem an den konstant hohen Renditen des S&P 500 Index und der geringen Renditestreuung bei Aktien. Letztere wurden durch die unkonventionelle Geldpolitik beflügelt, die 2009 ihren Anfang nahm und 2018 langsam auslief. Die Folge war eine Phase mit konstanten Renditen, vergleichbar mit der in den 1990er Jahren (siehe Abbildung 1). Warum sollten Anleger in einem Umfeld, in dem eine simple passive Anlage eine im Vergleich zum Volatilitätsniveau doppelt so hohe Rendite erzielen kann, anderswo investieren wollen?

Davon auszugehen, dass sich dieser Trend auf unbestimmte Zeit fortsetzt, birgt jedoch Gefahren. So zeigt die Erfahrung, dass auch passive Anlagen extremen Schwankungen ausgesetzt sein können. Vor allem die Entwicklungen 2008 und 2009 bis 2002 waren in dieser Hinsicht äußerst schmerzlich, besonders für Rentner. In den darauf folgenden Zeiträumen mussten ausschließlich in Aktien investierte Ruheständler auf 5-Jahres-Basis nominale Verluste hinnehmen (siehe Abbildung 1). Heute wird dies durch den anhaltenden demografischen Wandel in den Industrieländern noch verschärft. Mit der wachsenden Zahl der Rentner kann die Gesellschaft Anlageverluste immer weniger tolerieren und wirken sich die möglichen Folgen gravierender aus.

ABBILDUNG 1: IN AKTIEN- UND ANLEIHEINDIZES SPIEGELT SICH AUCH DIE VOLATILITÄT WIDER



Quelle: Robert J. Shiller und Datastream, November 2019. Die Abbildung zeigt die annualisierte Sharpe Ratio über einen nachlaufenden Fünfjahreszeitraum. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Erträge. In der Index-Performance sind Ausgaben für die Verwaltung eines Portfolios nicht berücksichtigt, da ein Index nicht gemanagt wird und Anleger nicht direkt in einen Index anlegen können.

Deshalb ist es wichtig, sich von der lockeren Geldpolitik der letzten Dekade und deren Folgen für die Renditen sämtlicher Anlageklassen nicht blenden zu lassen. Der Aufbau eines Portfolios mit diversifizierten Renditen, sei es über eine Absolute-Return-Strategie oder andere alternative oder Multi-Asset-Anlagen, kann sich in einem Umfeld mit auf absehbare Zeit niedrigem Wachstum als vorteilhaft erweisen.

Käufer von US-Aktien sind. Laut Bank of America Merrill Lynch Research³ (siehe Abbildung 2) erwarben Unternehmen in dieser Zeit Aktien im Wert von 3,6 Billionen US-Dollar.

Möglich gemacht haben dies die gesunkenen Anleiherenditen, mit deren Hilfe Firmen seit geraumer Zeit Kapital zu sehr günstigen Konditionen aufnehmen können. Sollte sich diese Dynamik 2020 fortsetzen, sehen wir zwei Gefahren. Zum einen sind die Realrenditen zehnjähriger Anleihen bereits auf einem historischen Tiefpunkt angekommen, während in den Bewertungen ein extrem negatives Wachstumsszenario eingepreist ist. Wir halten die Renditen auf diesem Niveau für zu niedrig und sehen keinen Grund,

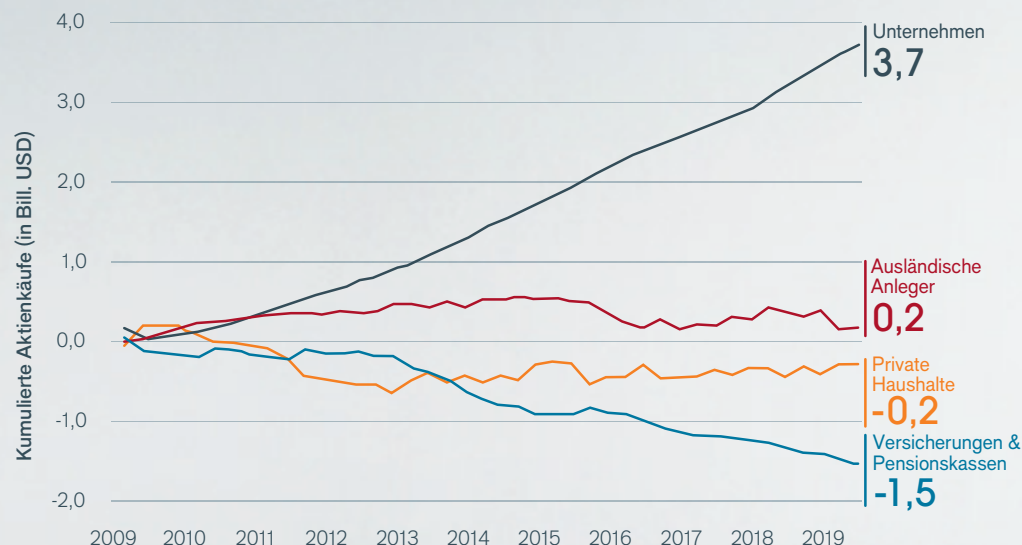
warum sie, abgesehen von Japan, langfristig im Minusbereich verharren sollten. Zum anderen befinden sich die Gewinnmargen der Unternehmen bereits auf Allzeithochs und sinken wieder. Beide Faktoren lassen nichts Gutes für künftige Aktienrückkäufe erahnen.

Wir glauben, dass die Gefahr eines Bärenmarktes wächst, wenn immer mehr Anleger erkennen, dass das Gewinnwachstum je Aktie in den letzten Jahren durch Rückkäufe angefacht wurde. Sollte dieser Mechanismus aufgrund steigender Finanzierungskosten und sinkender Margen an Kraft verlieren, könnten die Bären anders als im Aufschwungzyklus der letzten zehn Jahre schnell die Oberhand gewinnen.

Zusammen mit dem begrenzten Renditepotenzial an den Anleihemärkten wird das möglicherweise einen Rückzug aus den traditionellen Anlageklassen bewirken. Vor diesem Hintergrund halten wir es für sinnvoll, einem Portfolio diversifizierte Renditequellen beizumischen. Aber Vorsicht: Anleger sollten die Performance-Quellen eines Managers wirklich verstehen und gut darüber informiert sein, was sie in Stressphasen an den Märkten zu erwarten haben. In Anbetracht der aktuellen Zyklusphase könnte jetzt der richtige Zeitpunkt sein, einen solchen langfristig lohnenden Anlageansatz in Erwägung zu ziehen.

ABBILDUNG 2: AKTIENRÜCKKÄUFE UNTERMAUERN DIE KURSGEWINNE

Seit 2009 sind Unternehmen die größten Aktienkäufer, was höhere KGVs und Verschuldungsquoten zur Folge hat. Angesichts vermutlich steigender Finanzierungskosten und sinkender Gewinnmargen könnten Unternehmen künftig jedoch weniger eigene Aktien zurückkaufen



Quelle: Michael Hartnett, The Flow Show, Bank of America Merrill Lynch Research, 5. September 2019



ERFAHREN SIE MEHR

DIE REIHE MARKT-GPS – INVESTMENTAUSBLICK UMFASST ARTIKEL UNSERER LEITENDEN ANLAGESPEZIALISTEN FÜR DIE ANLAGEKLASSEN AKTIEN, ANLEIHEN UND ALTERNATIVE ANLAGEN. ZUR WEITEREN LEKTÜRE STEHT EINE ZUSAMMENFASSUNG ALLER ARTIKEL ZUR VERFÜGUNG.

Das vollständige Markt-GPS – Investmentausblick 2020 finden Sie unter JanusHenderson.com

Unsere Anlageteams diskutieren regelmäßig ihre Einschätzungen, sie bilden sich jedoch selbst ein Urteil über Chancen und Risiken am Markt. Markteinschätzungen einzelner Portfoliomanager veröffentlichen wir in der Rubrik Markteinblicke auf der Janus Henderson Website unter *Knowledge. Shared.*

¹ Bloomberg und DataStream. HFRI Fund Weighted Composite Index, Stand: 30. August 2019

² Boyer, Brian, Nadauld, Taylor D. and Vorkink, Keith P. (Brigham Young University) and Weisbach, Michael S. (Ohio State University). „Private Equity Indices Based on Security Market Transactions“, 24. Oktober 2018.

Stand der hierin zum Ausdruck gebrachten Einschätzungen ist das Datum der Veröffentlichung. Sie dienen nur Informationszwecken und sind nicht als Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung gedacht. Sie stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Wertpapiers, einer Anlagestrategie oder eines Marktsektors dar. Dieses Material und sein Inhalt sind weder als direkte noch indirekte Bereitstellung von Vermögensverwaltungsdiensten zu verstehen und nicht auf die speziellen Anforderungen einzelner Kunden zugeschnitten. Meinungen und Beispiele sind als Veranschaulichung allgemeiner Themen gedacht und lassen keinen Rückschluss auf beabsichtigte Transaktionen zu. Änderungen des Materials bei Änderung der Markt- oder Wirtschaftslage sind vorbehalten. Weder soll der Eindruck erweckt noch angedeutet werden, dass ein zur Veranschaulichung bzw. als Beispiel genanntes Wertpapier Teil eines Portfolios ist oder war. Prognosen können nicht garantiert werden. Zudem kann nicht zugesichert werden, dass die hierin enthaltenen Informationen vollständig oder aktuell sind, und für die sich aus ihrer Nutzung ergebenden Ergebnisse wird keine Gewährleistung übernommen. Dieses Dokument wurde von Janus Henderson Investors im begründeten Vertrauen auf die Richtigkeit und Vollständigkeit aller Informationen aus öffentlichen Quellen erstellt. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Erträge. Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, einschließlich der Möglichkeit eines Kapitalverlusts und von Wertschwankungen.

Nicht alle Produkte oder Dienstleistungen stehen in allen Gerichtsbarkeiten zur Verfügung. Die Verbreitung dieses Materials oder der darin enthaltenen Informationen kann gesetzlichen Beschränkungen unterliegen und darf in keiner Gerichtsbarkeit oder unter keinen Umständen in Ländern verwendet werden, in denen dies ungesetzlich wäre. Der Inhalt dieses Materials wurde von keiner Regulierungsbehörde genehmigt oder unterstützt. Janus Henderson haftet nicht bei unerlaubter Weitergabe dieses Materials als Ganzes oder in Teilen an Dritte oder für aus diesem Material zusammengestellte Informationen.

Eine Vervielfältigung dieses Materials als Ganzes oder in Teilen bzw. der Verweis hierauf in anderen Publikationen ist ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung nicht erlaubt. Telefongespräche können zu Ihrem und unserem Schutz, zur Verbesserung unseres Kundenservice und zur Einhaltung der Dokumentationspflichten aufgezeichnet werden.

In Europa herausgegeben von Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors ist der Name, unter dem Anlageprodukte und -dienstleistungen von Janus Capital International Limited (Registrierungsnr. 3594615), Henderson Global Investors Limited (Registrierungsnr. 906355), Henderson Investment Funds Limited (Registrierungsnr. 2678531), AlphaGen Capital Limited (Registrierungsnr. 962757), Henderson Equity Partners Limited (Registrierungsnr. 2606646) (jeweils registriert in England und Wales mit Geschäftssitz in 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE und reguliert durch die britische Finanzaufsicht FSA (Financial Conduct Authority)) und Henderson Management S.A. (Registrierungsnr. B22848 mit Geschäftssitz in der Rue de Bitbourg 2, L-1273, Luxemburg, und von der Commission de Surveillance du Secteur Financier genehmigt) angeboten werden. Beratungsdienste in den USA werden von bei der US-Börsenaufsicht SEC registrierten Anlageberatern erbracht, die Tochtergesellschaften der Janus Henderson Group plc sind. In **Kanada** werden die Produkte und Dienstleistungen von Janus Capital Management LLC ausschließlich institutionellen Anlegern in bestimmten Rechtsordnungen angeboten.

Herausgegeben in (a) **Singapur** von Janus Henderson Investors (Singapore) Limited, lizenziert und beaufsichtigt durch die Monetary Authority of Singapore. Janus Henderson Investors (Singapore) Limited Company Registrierungsnummer 199700782N nur für institutionelle Anleger im Sinne von Paragraph 4A des Securities and Futures Act von Singapur. Diese Werbung oder Veröffentlichung wurde von der Finanzaufsichtsbehörde in Singapur nicht geprüft. (b) **Hongkong** durch Janus Henderson Investors Hong Kong Limited, lizenziert und beaufsichtigt durch die Securities and Futures Commission, (c) **Taiwan** R.O.C. durch Janus Henderson Investors Taiwan Limited, lizenziert und beaufsichtigt durch die Financial Supervisory Commission R.O.C. Unabhängig betrieben von Janus Henderson Investors Taiwan Limited. Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Telefon: (02) 8101-1001 Genehmigte SICE-Lizenznummer 023, ausgestellt 2018 von der Financial Supervisory Commission, (d) **Südkorea** Janus Henderson Investors (Singapore) Limited. In Südkorea wird dieses Material ausschließlich an Empfänger ausgegeben, die durch den Erhalt dieses Materials garantieren, dass sie qualifizierte professionelle Anleger sind, (e) **Japan** von Janus Henderson Investors (Japan) Limited, reguliert durch die Financial Services Agency und registriert als Financial Instruments Firm, die Anlageverwaltungs-, Anlageberatungs- und Agenturgeschäfte sowie Geschäfte mit Finanzinstrumenten vom Typ II erbringt, (f) **Australien und Neuseeland** von Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 561, AFSL 444266) und (g) **Naher Osten** von Janus Capital International Limited als Repräsentanz, reguliert durch die Dubai Financial Services Authority. Im Mittleren Osten werden keine Transaktionen abgeschlossen und alle diesbezüglichen Anfragen sind an Janus Henderson zu richten.

Für andere Länder/Regionen im APAC: Dieses Material dient nur zu Ihrer Information und darf nicht an andere Personen weitergegeben oder weiter verteilt werden. Dieses Material wird nur an institutionelle Anleger ausgegeben (oder an professionelle/erfahrene/qualifizierte Anleger, da diese Begriffe in einigen Ländern Anwendung finden können).

Hinweis für Leser aus der Volksrepublik China, aus Afrika und Kolumbien: Janus Henderson verfügt (a) über keine Lizenz, ist nicht autorisiert oder bei der China Securities Regulatory Commission für Anlageverwaltungsgeschäfte oder Investmentberatung registriert oder anderweitig von einer Aufsichtsbehörde der Volksrepublik China („VR China“) zugelassen zur Erbringung von Anlageverwaltungsdienstleistungen oder Investmentberatungsdienstleistungen in der VR China (die für diesen Zweck nicht die Sonderverwaltungszonen Hongkong und Macau oder Taiwan einschließt). Janus Henderson Investors sichert nicht zu und übernimmt keine Gewährleistung dafür, dass es sich im Einklang mit dem Recht der VR China befindet. Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen stehen nur ausgewählten institutionellen Anlegern in der VR China zur Verfügung, (b) ist in Südafrika nicht zur Vermarktung zugelassen und (c) ist nicht befugt, seine Produkte und/oder Dienstleistungen in Kolumbien oder an Gebietsansässige in Kolumbien zu vermarkten, außer die Verkaufsförderung und Vermarktung erfolgt gemäß den geltenden Regelungen und Vorschriften.

Nur für vertriebspartner und institutionelle anleger. Dieses Material darf nicht vervielfältigt oder an andere Personen als den Empfänger weitergegeben werden.

Für Leser außerhalb der USA: Nur zur Verwendung durch institutionelle und erfahrene Anleger, qualifizierte Vertriebspartner und Vertriebsgesellschaften gemäß Definition der zuständigen Gerichtsbarkeit. **Nicht zur allgemeinen Verbreitung oder für die breite Öffentlichkeit gedacht.**

Janus Henderson, Janus, Henderson und Knowledge. Shared sind Marken der Janus Henderson Group plc oder einer ihrer Tochtergesellschaften. © Janus Henderson Group plc.