

Multi-Asset-Strategien für institutionelle Investoren

Oft heißt es, dass sich im Zuge der Finanzkrise und der gegenwärtigen Niedrigzinspolitik die Bedürfnisse institutioneller Investoren geändert hätten. Doch trifft dieser Befund wirklich zu? Bricht man das Anlagebedürfnis auf seinen innersten Kern herunter, dann stellt sich die Frage, ob nicht im Grunde alles beim Alten geblieben ist: Institutionelle Anleger streben, wie jeder andere Anleger auch, einen Kapitalertrag an. Das ist heute nicht anders als vor dem Ausbruch der Finanzkrise. Dennoch kann es für Investoren ein einfaches „weiter-wie-bisher“ nicht geben.

Ende des Mischfonds-Booms?

Denn etwas hat sich grundlegend geändert: Das Umfeld, in dem Investoren derzeit Rendite erzielen können. Die Bond-Renditen sind in den vergangenen Jahren durch die Niedrigzinspolitik der westlichen Notenbanken auf extreme Niveaus gefallen – und dürften dort auch für längere Zeit verharren. In diesem Umfeld haben die bei vielen institutionellen Investoren beliebten Balanced Portfolios beziehungsweise Mischfonds eine sehr gute Performance erzielt. Denn die Zinsen sind von rund acht Prozent in der Vergangenheit auf 1,5 Prozent und niedriger gefallen. Von den daraus folgenden Kursgewinnen der Anleihen profitierten vor allem die konservativ ausgerichteten Portfolios mit einer Anleihequote von bis zu 80 Prozent. Entsprechend erfreuen sich Mischfonds in Deutschland besonders großer Beliebtheit, wie die Investmentstatistik des Fondsverbands BVI belegt. Doch genau das könnte sich in Zukunft als riskant erweisen.

Denn richtet man den Blick in die Zukunft, ist nicht erkennbar, dass die Bond-Renditen noch weiter massiv fallen könnten. Da gleichzeitig die Inflation die Renditen übersteigt, können sich die vermeintlich ri-

sikofreien Investments plötzlich als sehr problematisch erweisen. Es klingt paradox, doch gerade das als sicher geltende Balanced Portfolio als Fixed-Income-Vehikel birgt plötzlich Gefahren. Mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit werden die stark anleihegeprägten Mischfonds-Portfolios im nächsten Konjunkturzyklus Probleme bekommen, da bei steigenden Zinsen die Kurse unter Druck geraten.

Traditionelle Balanced Portfolios implementieren nur selten wirkliche Risiko-steuerungsprogramme, weil ihre Struktur in der Vergangenheit selbst als Sicherheitssystem funktionierte: Lange Zeit waren globale Bonds negativ korreliert mit Aktien, der Bond-Markt diente also als natürlicher Hedge des Aktienrisikos im Port-

folio der Mischfonds. Ob das auch in Zukunft noch gilt, ist fraglich. Denn wenn Bonds angesichts steigender Renditen ausverkauft werden und die Aktienmärkte zugleich fallen, dürfte sich die Korrelation ins Positive verkehren. Das ist ein sehr wahrscheinliches Szenario. Wie also lassen sich die Assets des Portfolios schützen, wenn es innerhalb der Haupt-Assetklassen kaum noch natürliche Diversifikationsmöglichkeiten gibt?

Vor diesem Hintergrund erkennen institutionelle Investoren in zunehmendem Maße, dass der Ertragsanteil aus Fixed-Income-Strategien, wie sie auch klassische Balanced Portfolios bieten, in Zukunft weiter abnehmen dürfte.

Ertragsquellen jenseits der klassischen Assetklassen

Angesichts dieser Erkenntnis müssen institutionelle Investoren ihren Horizont erweitern und jenseits der klassischen Assetklassen Aktien und Anleihen nach Ertragsquellen suchen. Das heißt, dass sie heute zwangsläufig Risiken eingehen müssen, um einen Ertrag zu erzielen, den sie in der Vergangenheit nahezu risikolos vereinahmen konnten. Denn wer heute weiterhin nur auf risikolose Investments vertraut, wird mit Sicherheit einen realen Kapitalverlust erleiden, da die finanzielle Repression durch Minizinsen und Inflation das Vermögen zum Schmelzen bringt.

Hier können Multi-Asset-Strategien einen möglichen Lösungsweg aufzeigen. Denn anders als herkömmliche Mischfonds, die ihre Assets in der Regel nur flexibel zwischen einem bestimmten Anteil Aktien und Anleihen aufteilen, investieren Multi-Asset-Strategien breit diversifiziert in unterschiedliche Assetklassen und Anlagestrategien. Damit kommen sie dem Wunsch

Chris Childs, Fondsmanager des F&C HVB Stiftungsfonds, F&C Investments, London

In den beiden vergangenen Jahren haben viele institutionelle Investoren dank steigender Bondkurse auch mit klassischen Mischfonds eine auskömmliche Performance erzielt. Das günstige Zeitfenster, in dem globale Bonds negativ mit Aktien korreliert waren und damit gewissermaßen einen natürlichen Hedge des Aktienrisikos darstellten, neigt sich aus Sicht des Autors aber seinem Ende zu. Folglich lenkt er den Blick auf Ertragsquellen jenseits der klassischen Assetklassen Aktien und Anleihen und verweist als möglichen Lösungsweg auf Multi-Asset-Strategien mit den drei Elementen traditionelle Assets, liquide Alternative Assets oder Strategien sowie Alpha-Strategien. Der Grundidee nach wird dabei breit diversifiziert, in unterschiedliche Assetklassen und Anlagestrategien investiert, um mit einem möglichst unkorrelierten Portfolio bei kalkulierbarer Volatilität die erwartete Rendite zu maximieren. (Red.)

der Anleger entgegen, im aktuellen Marktumfeld in ein Portfolio investieren zu können, das unkorreliert ist und bei überschaubarer Volatilität eine erwartete Rendite maximiert.

Für derartige Multi-Asset-Strategien ist das Risikomanagement von entscheidender Bedeutung. Der Portfoliomanager bestimmt in Absprache mit dem Kunden, wie viel Risiko er innerhalb der Multi-Asset-Strategie tragen kann. In der Regel liegt die Volatilität der entwickelten Lösungen zwischen fünf und zehn Prozent – mithin ein Volatilitätsniveau, das dem von Balanced Portfolios beziehungsweise klassischen Mischfonds entspricht. Die Multi-Asset-Strategie des F&C HVB Stiftungsfonds erreicht seit Auflage im Jahr 2001 eine Volatilität von rund fünf Prozent. Dieses zuvor für die Strategie vereinbarte Volatilitätsbudget wird beim Portfolioaufbau auf die einzelnen Portfoliobestandteile aufgeteilt.

Erst dann wird über ein Investment innerhalb des Portfolios entschieden. Der Portfoliomanager verschafft sich anfangs einen Überblick darüber, wie hoch die Volatilität der einzelnen für das Portfolio geplanten Strategien ist, und er ermittelt die Korrelation der einzelnen Assetklassen untereinander. Wenn diese Aufgaben gelöst sind, beginnt der Portfoliomanager mit dem Aufbau des Multi-Asset-Portfolios, bei dem er dann versucht, den erwarteten Ertrag unter dem durch die Volatilität vorgegebenen Risiko zu erzielen.

In ein Risikomanagementsystem eingebunden

Das Gesamtportfolio ist in ein Risikomanagementsystem eingebunden, das sich in schwachen Marktphasen auf den Kapitalerhalt fokussiert. Da Marktpreise kurzfristig von ihrem fairen Wert abweichen können, sollten Multi-Asset-Strategien taktisch gesteuert werden.

Doch aus welchen unterschiedlichen Bausteinen können Multi-Asset-Strategien bestehen? Ein gut diversifiziertes Portfolio sollte folgende drei Elemente enthalten: „Traditionelle Assets“ (Aktien und Anleihen), liquide „Alternative Assets oder Strategien“ sowie „Alpha-Strategien“, die die Fähigkeiten des Fondsmanagers nutzen.

Traditionelle Assets: Zu den traditionellen Assets gehören Direktinvestments in ein

umfassendes Spektrum von Aktien und Anleihen: Hier finden sich globale Aktien, globale Staatsanleihen, inflationsgeschützte Anleihen, aber auch ausgewählte Hochzinsanleihen und Emerging Markets Bonds.

Alternative Assets oder Strategien: Im Portfolioteil „Alternative Assets und Strategien“ sind einzelne Wertpapiere und Anlagestrategien enthalten, die nicht zu den traditionellen Assets zählen. Dies können beispielsweise Cat Bonds sein, also Katastrophenanleihen, aber auch andere alternative Investmentstrategien, solange sie unkorreliert zu den traditionellen Assets sind.

Alpha-Strategien: Alpha-Strategien schließlich umfassen als dritten Portfoliobaustein jene Investments, die „fähigkeitsbasiert“ sind, also allein vom Investment-Knowhow des Fondsmanagers abhängen. Das ist der schwierigste Teil des Asset Managements, denn viele Fondsmanagerfähigkeiten können heruntergebrochen und als Risikoprämie interpretiert werden. Die Aufgabe erfolgreicher Multi-Asset-Manager besteht deshalb darin, alle im Alpha-Portfolio enthaltenen Strategien auf ihre Systematisierbarkeit hin zu untersuchen. Denn über eine systematische Strategie werden Investoren für das gleiche Risiko zu niedrigeren Kosten mit dem gleichen Ertrag belohnt. Zugleich lassen sich über einen systematischen Ansatz auch die Risiken besser kontrollieren.

Unkorrelierte Bausteine

All jene Strategien, die sich in einem systematischen Ansatz abbilden lassen, werden dann modellbasiert in den Portfolio-Baustein Alternative Strategien übernommen. Im Alpha-Teil verbleiben nur diejenigen Strategien, die auf echtem wissensbasierten Fondsmanagement beruhen, das sich nicht über einen mathematisch-systema-

tischen Ansatz darstellen lässt. Am Ende dieses Prozesses sollte nur eine kleine Auswahl erfolgversprechender, fähigkeitsbasierter Strategien übrigbleiben.

Dies sind zum Beispiel Relative-Value-Strategien, mit denen der Fondsmanager kurzfristige Gewinne am Kapitalmarkt anstrebt. Dazu zählen unter anderem Makro-Strategien, Credit-Strategien oder auch Global-Rates-Strategien. Grundsätzlich folgen die Manager bei all diesen Strategien drei Schwerpunkten: Sie handeln erstens non-direktional, folgen also keiner vorgegebenen Markttrichtung, sie engagieren sich zweitens auf einem ausreichend liquiden Markt und drittens nutzen sie die Opportunitäten des jeweiligen Marktes. Das soll anhand der Trades innerhalb einer Global-Rates-Strategie erläutert werden: Rechnen die Experten mit einer Versteile- rung der Zinskurve in der Zukunft, investieren sie in Steepener. Erwarten sie einen konvexen Verlauf der Zinskurve, erwerben sie sogenannte Flyer. Oder sie investieren bei einem erwarteten normalen Verlauf der Zinskurve durch den gleichzeitigen Kauf und Verkauf von Futures in die Spread-Unterschiede, etwa zwischen Bundesanleihen und italienischen Staatsanleihen.

Mit den drei Portfoliobausteinen verbindet sich die Erwartung, dass sie untereinander nicht korreliert sind. Ist dies der Fall, führen Multi-Asset-Strategien zu einem sehr effizienten Gesamtportfolio. Sie verfolgen eine Reihe von Strategien über das gesamte Spektrum von Anlageklassen und streben eine maximale Diversifizierung an, um so Risiken zu reduzieren, ohne dass die erwartete Rendite abnimmt. Damit sind sie die adäquate Antwort auf die kommenden Marktherausforderungen und eine wichtige Alternative für institutionelle Investoren, deren traditionelle Mischfonds-Strategien in Zukunft in Bedrängnis geraten dürften.

Besuchen Sie uns im Internet unter
www.kreditwesen.de