Garland Hansmann

Multi-Asset Credit – drei Jahre, drei Marktphasen, drei Erfolge

Multi-Asset Credit (MAC) Investing ist eine dynamische Credit-Strategie, die attraktive Renditen und eine bessere Portfoliodiversifikation bietet. Investiert wird in alle Arten liquider Credits. Das große Anlageuniversum und die flexible Umsetzung können für höhere risikoadjustierte Erträge sorgen. Konstruktionsbedingt streben MAC-Strategien Erfolg unabhängig vom Marktumfeld an. Ihre Ziele sind Erträge in guten Zeiten und Kapitalschutz in schwierigen Marktphasen. Dieses dynamische Konzept ist auch der Grund dafür, warum sich das MAC-Universum seit Anfang 2015 verdoppelt hat, von 46 auf 100 Milliarden US-Dollar Ende Dezember 2018, mit Nettomittelzuflüssen in jedem der vergangenen neun Quartale.

Ihre Ziele machen die MAC-Strategien attraktiv, aber haben sie ihre Versprechen auch gehalten? In den vergagenen drei Jahren hat sich das Marktumfeld für Credit-Investoren wiederholt geändert. Sie erlebten erst einen deutlichen Rückgang der Spreads, danach steigende Zinsen und schließlich einen Ausverkauf.

Betrachtung über drei Marktphasen

Daher sollte man jetzt untersuchen, ob sich MAC-Strategien wirklich für jedes Marktumfeld eignen. Nach drei Jahren untersucht man üblicherweise, ob eine Strategie rentabel ist. Untersucht wurde, ob die Strategie in dieser Zeit mit drei sehr unterschiedlichen Marktphasen ihre wichtigsten Ziele erreicht hat. Dazu wird analysiert, ob die Strategie

– ihr Ertragsziel erreicht hat und die Ertragsvolatilität tatsächlich niedriger war als die der einzelnen Credit-Anlageklassen,

– ihre Flexibilität für eine dynamische Asset-Allokation genutzt hat,

– durch Diversifikation der Ertragsquellen und die Auswahl vielversprechender Einzelwerte für bessere Ergebnisse gesorgt hat. Das Fazit im Überblick:

Krisenfeste Erträge – Den Ergebnissen in drei sehr unterschiedlichen Marktphasen zufolge können die Risiko-Ertrag-Profile von MAC-Strategien deutlich besser sein als die der einzelnen Credit-Anlageklassen.

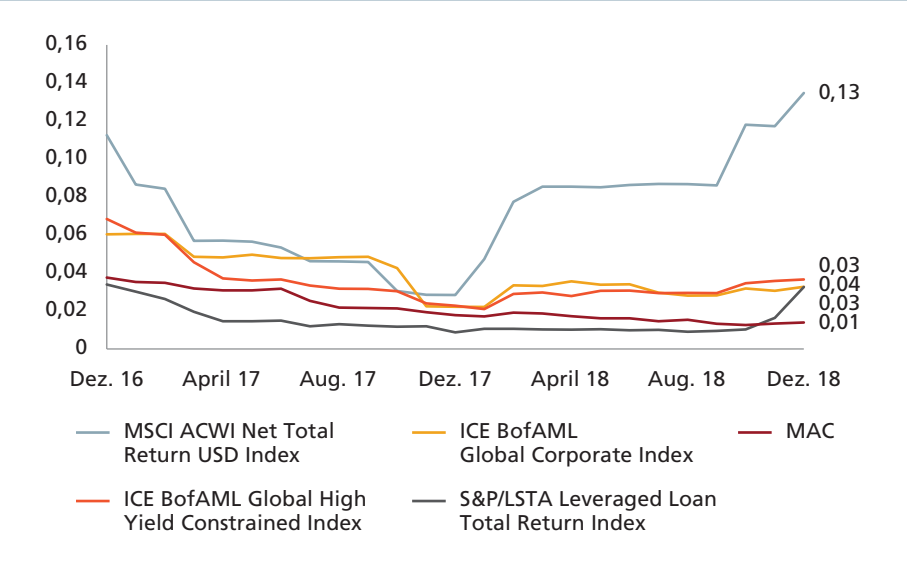
Erfolg durch Dynamik – Markttechnik, Fundamentaldaten und Bewertungen der einzelnen Credit-Anlageklassen haben sich sehr unterschiedlich entwickelt. In den vergangenen drei Jahren waren sie zu unterschiedlichen Zeitpunkten attraktiv. Eine dynamische Asset-Allokation hat daher für höhere und stabilere Erträge gesorgt.

Mehr Vielfalt, mehr Erfolg – Die Credit-Märkte verändern sich ständig. Umso wichtiger ist ein großes Anlageuniversum, mit dem man sich passend zum Marktumfeld positionieren kann. Wenn man die Ertragsquellen diversifiziert und nur in die aus Sicht des Investmentteams besten Titel investiert, kann man den Markt deutlich übertreffen.

Krisenfeste Erträge

Die meisten internationalen Investoren wollen Erträge maximieren, allerdings

Abbildung 1: Volatilität im Vergleich



Quelle: Bloomberg, 31. Dezember 2018

Dieser Artikel ist urheberrechtlich geschützt. Die rechtliche Freigabe ist für den Abonnenten oder Erwerber ausschließlich zur eigenen Verwendung.
Fritz Knapp Verlag GmbH

ohne dabei hohe Risiken einzugehen. Ein wichtiges Maß für den Erfolg der MAC-Strategien ist daher ihre risikoadjustierte Performance. Um die Anlegerziele zu erfüllen, müssen sie bei günstigen Rahmenbedingungen Erträge erzielen und das Kapital der Investoren in einem schwierigeren Marktumfeld schützen. In den letzten drei Jahren hat sich das Marktumfeld wiederholt geändert. Dies brachte Chancen, aber auch Herausforderungen.

Hat MAC angesichts der wechselhaften Marktbedingungen seine Ziele erreicht? Dazu wurden zwei wichtige Kennzahlen untersucht: erstens risikoadjustierte Erträge uns zweitens die Wertentwicklung bei steigenden Zinsen. Die annualisierten Erträge von MAC seit Auflegung sprechen dafür, dass das Anlageziel bislang erreicht wurde – nämlich vier Prozentpunkte Mehrertrag pro Jahr (brutto, vor Abzug von Gebühren) gegenüber dem amerikanischen Dreimonats-Libor über den Kreditzyklus.

MAC war weniger volatil als wichtige Credit-Märkte; die Volatilität der Strategie lag kontinuierlich unter der von Investment-grade- und High-Yield-Anleihen. Auch wenn die Marktvolatilität im Vergangenheitsvergleich zurzeit sehr niedrig ist, schneidet MAC verglichen mit anderen Wachstums-Assets positiv ab. Beispielsweise war die annualisierte Volatilität von Aktien um zwei bis zwölf Prozentpunkte höher als die von MAC (Abbildung 1).

Um die risikoadjustierte Performance beurteilen zu können, wurde die Sharpe Ratio der Strategie mit den Sharpe Ratios der einzelnen Credit-Anlageklassen verglichen. Die Sharpe Ratio gibt an, wie viel Mehrertrag man für die zusätzliche Volatilität von Anlagen bekommt, deren Risiko über dem des risikolosen Zinses liegt.

Ceteris paribus bedeutet eine höhere Sharpe Ratio einen höheren risikoadjustierten Ertrag. Die Sharpe Ratio von MAC lag deutlich über der der einzelnen Credit-Anlageklassen sowie der anderer Wachstums-Assets. Dies wurde vor allem durch einen flexiblen, benchmarkunabhängigen Ansatz und die dynamische Anpassung des Portfolios an das sich ändernde Marktumfeld möglich. Dieser Ansatz führte zu einer geringeren Gewichtung volatiler Anlageklassen in schwierigen Marktphasen.

Wertentwicklung bei steigenden Zinsen

Nach der klassischen Anleihenanalyse sind steigende Zinsen schlecht für Anleiheninvestoren – wenn die Zinsen steigen, fallen die Kurse. Wie sensibel das Portfolio auf Zinsänderungen reagiert, kann man meist an der Duration erkennen. Eines der wichtigsten Ziele von MAC sind stabile Erträge in Zeiten volatiler Zinsen.

Die Strategie hat solche Phasen recht gut überstanden, weil sie in weniger zinssensitive Finanzinstrumente umschichten konnte – in variabel verzinsliche Notes (FRNs), strukturierte Credits, High Yield und Leveraged Loans. Für diese Anlageklassen sind Spread-Änderungen erheblich wichtiger als Zinsänderungen. Entsprechend wenig hat das Portfolio auf das internationale Zinsumfeld reagiert.

Nach der internationalen Finanzkrise hat die Fed ihre Leitzinsen fast auf null gesenkt, um die Binnenwirtschaft zu stärken. Ende 2015 hat sie die Zinsen dann erstmals seit fast zehn Jahren wieder erhöht. Ein Jahr später hatte die Konjunktur deutliche Fortschritte gemacht, und die Credit-Märkte funktionierten wieder normal. Die Fed entschloss sich daher, die Zinsen weiter schrittweise anzuheben.

Um die Auswirkungen steigender Zinsen auf die Performance von MAC zu analysieren, wird in Abbildung 2 der Durchschnittsertrag von MAC mit dem Durchschnittsertrag von US-Staatsanleihen in jenen Dreimonatszeiträumen der letzten drei Jahre verglichen, in denen die US-Fünfjahresrendite stieg. Möglich wurde die stabile Performance von MAC in diesen Marktphasen durch einen Anlageschwerpunkt in weniger zinssensitiven Credits und das große Anlageuniversum, durch das wir uns passend zum Zinsrisiko positionieren konnten.

Garland Hansmann

Portfoliomanager für Hochzins- und Investment-Grade-Anleihefonds, Investec AM, Frankfurt am Main

Dass sich das Universum an Multi-Asset Credit binnen weniger Jahre verdoppelt hat, ist für den Autor zwar ein Indiz für den Erfolg der Investment-Strategie. Als besonders interessant wertet er aber ihren Erfolg über verschiedene Marktphasen. Als Ziel formuliert er dabei Erträge in guten Zeiten und Kapitalschutz in schwierigen Marktphasen. Günstige Bedingungen für die Umsetzung sieht er dabei einerseits in dem großen Anlageuniversum als auch in einer dynamischen Portfolioallokation. Wie bei anderen Anlagestrategien, so räumt er aber ein, sollte zum richtigen Zeitpunkt in die richtigen Marktsegmente investiert werden. (Red.)

Diese Zahlen zeigen, dass MAC seine Performanceziele erreicht hat. Wichtig ist aber auch, wie sie erreicht wurden und ob die Ergebnisse dem entsprechen, was eine restriktionsfreie Credit-Strategie bieten soll.

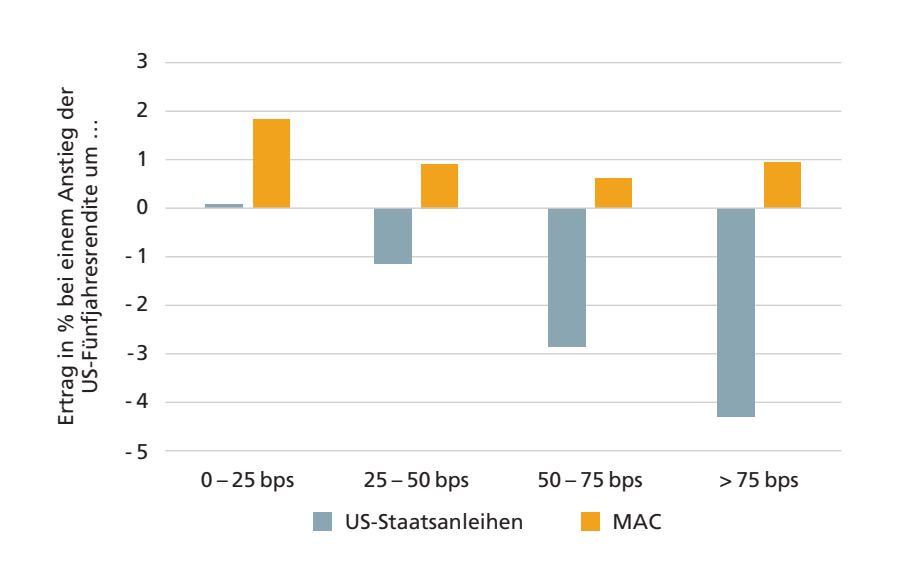
Erfolg durch Dynamik

Restriktionsfreie MAC-Strategien sollen flexibel und vorausschauend in Credits investieren.

Die Erträge der einzelnen Credit-Anlageklassen können sich aufgrund vieler struktureller Unterschiede und Marktineffizienzen von Jahr zu Jahr stark unterscheiden. Für solche Ineffizienzen gibt es

Dieser Artikel ist urheberrechtlich geschützt. Die rechtliche Freigabe ist für den Abonnenten oder Erwerber ausschließlich zur eigenen Verwendung.
Fritz Knapp Verlag GmbH

Abbildung 2: Bruttoerträge bei steigenden Zinsen im Vergleich



Quelle: Bloomberg, 31. Dezember 2018

zahlreiche – oft dauerhafte – Gründe. Sie reichen von unterschiedlichen Anlagezielen der Investoren (wobei sich manche auf bestimmte Ratingklassen beschränken) bis zu unterschiedlichen Länder- oder Anlageklassenschwerpunkten (durch die Länder- oder Produktschwerpunkte trotz weitgehend gleicher Kreditrisiken große Auswirkungen auf die Bewertung haben können). Dies sorgt für Performanceunterschiede bei ähnlichen Risiken – und bietet aktiven MAC-Managern Chancenvielfalt.

In den vergangenen drei Jahren war es nicht anders. Zwischen der besten und der schlechtesten Credit-Anlageklasse lagen knapp 14 Prozentpunkte Ertragsunterschied. Im Durchschnitt der letzten zehn Jahre betrug der Ertragsunterschied rund 18 Prozentpunkte (Abbildung 6). Die Herausforderung bei der Asset-Allokation ist das Timing. Man muss nicht nur den richtigen Einstiegszeitpunkt finden, sondern auch die für Umschichtungen nötige Zeit beachten. Die Möglichkeit, dynamisch auf ein sich änderndes Marktumfeld reagieren zu können, ist einer der wichtigsten Gründe für die hohen Mittelzuflüsse. Aber haben MAC-Strategien ihre strukturelle Flexibilität wirklich genutzt?

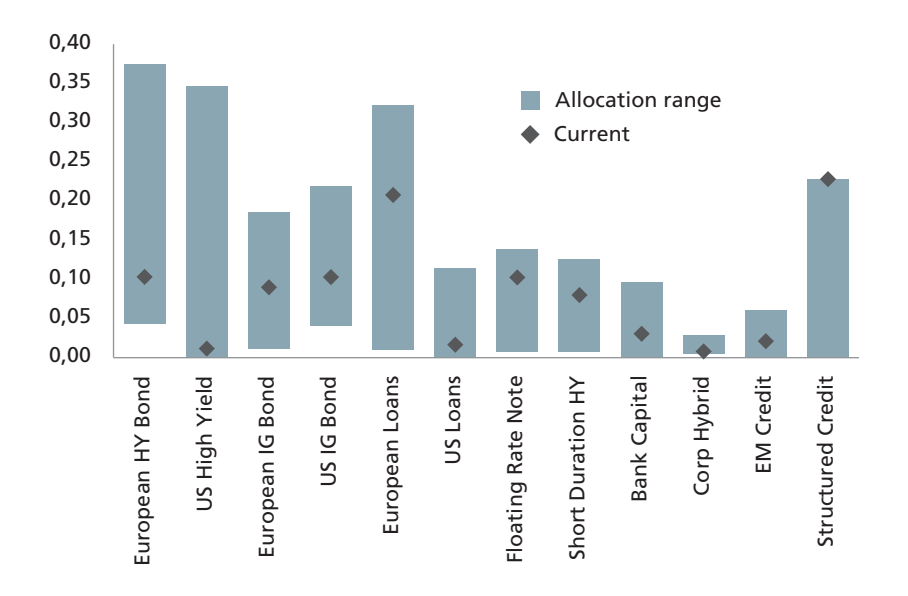
Um das zu beurteilen, wurde zweierlei untersucht: Erstens, ob die Strategie wirklich das gesamte Anlageuniversum genutzt hat und auch zu einem vollständigen Ausstieg aus einem weniger attraktiven Marktsegment bereit war. Und zweitens, ob die richtigen Anlageklassen ausgewählt wurden. Die Abbildungen 3 und 4 zeigen die Allokationsspannen der unterschiedlichen Anlageklassen seit Auflegung von MAC. An allen Core-Märkten war Aktivität gefragt und man musste auch zu einem vollständigen Ausstieg bereit sein, wenn das Risiko-Ertrag-Profil nicht mehr attraktiv war. Wenn ein Markt überzeugend war, wurde seine Gewichtung aber auch bis auf 37 Prozent angehoben. Der Portfolioanteil speziellerer Credit-Anlageklassen schwankte zwischen 0 Prozent und 25 Prozent. Meist wurden die Gewichtungen schrittweise angepasst, ohne abrupte Sprünge.

Investmentansatz von großer Bedeutung

Dies hat vor allem mit dem Investmentansatz zu tun: Allokationsentscheidungen hängen nämlich von den Einzelwertchancen ab. Attraktiv bewertete Einzeltitel können interessanter sein als Top-down-Entscheidungen. MAC-Manager, die das große Anlageuniversum klug einsetzen, können langfristig bessere Erträge erzielen.

Dieses Konzept lässt sich mit der Entwicklung des Engagements in US-High-Yield verdeutlichen (Abbildung 5). US-High-Yield war im letzten Quartal 2018 die schwächste der großen Credit-Anlageklassen. Ganz anders sah es 2016 aus: Zu Jahresbeginn kamen an den Märkten Zweifel an der Nachhaltigkeit des chine-

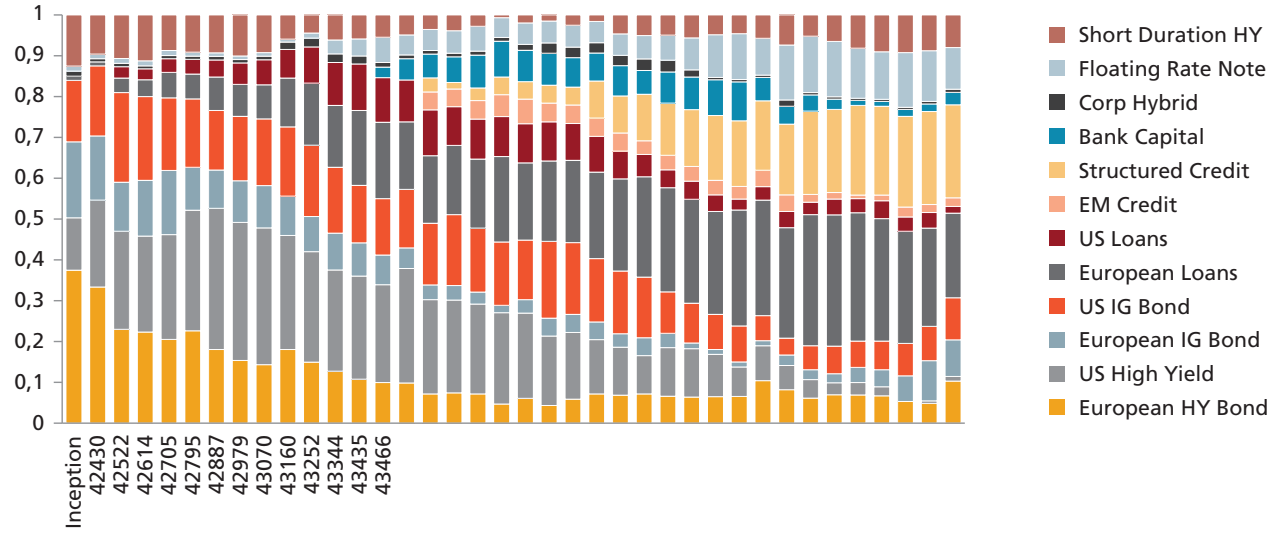
Abbildung 3: Die Allokationsspannen der Marktsegmente von Investec MAC seit Auflegung



Quelle: Investec Asset Management, 31. Dezember 2018

Dieser Artikel ist urheberrechtlich geschützt. Die rechtliche Freigabe ist für den Abonnenten oder Erwerber ausschließlich zur eigenen Verwendung.
Fritz Knapp Verlag GmbH

Abbildung 4: Die Allokationsspannen der Marktsegmente von Investec MAC seit Auflegung



Quelle: Investec Asset Management, 31. Dezember 2018

sischen Wirtschaftswachstums auf und der fallende Ölpreis sorgte für Unruhe. Die Credit-Märkte litten unter der Volatilität. Eine defensivere Positionierung zu Jahresbeginn war die Folge und die attraktiveren und krisenresistenteren europäischen Märkte schienen interessanter. Als sich die amerikanischen High-Yield-Spreads dann ausweiteten, bot sich die Gelegenheit zu weiteren Umschichtungen in die USA – denn weitere Spreads passen nicht zum guten Ausblick für die US-Binnenwirtschaft. Die Gewichtung von US-High-Yield wurde für das ganze Jahr über angehoben, bis auf 35 Prozent im Juni 2016. Die Umschichtung war gut: 40 Prozent der Portfolioerträge entfielen 2016 auf dieses Marktsegment, das stärkste im ganzen Jahr.

2017 waren die Beiträge der Marktsegmente zum Portfolioertrag diversifizierter, wobei High Yield wiederum den größten absoluten Performancebeitrag lieferte. Im Laufe des Jahres wurde ein Teil dieser Gewinne realisiert, da die Spreads enger wurden und High Yield allmählich teuer schien. Im Gegenzug wurde der Anteil von Leveraged Loans erhöht, insbesondere den von europäischen Titeln, die stabiler schienen als amerikanische. In Europa denken die Loan-Investoren etwas langfristiger, mit der Folge geringerer kurzfristiger Preisschwankungen. Wie sinnvoll diese dynamische Umschichtung war, bei der der Anteil innerhalb von 18 Monaten von 1 Prozent auf 32 Prozent angehoben wurde, sah man dann 2018: Europäische Loans waren eine der ganz wenigen Credit-Anlageklassen mit einem positiven Jahresertrag.

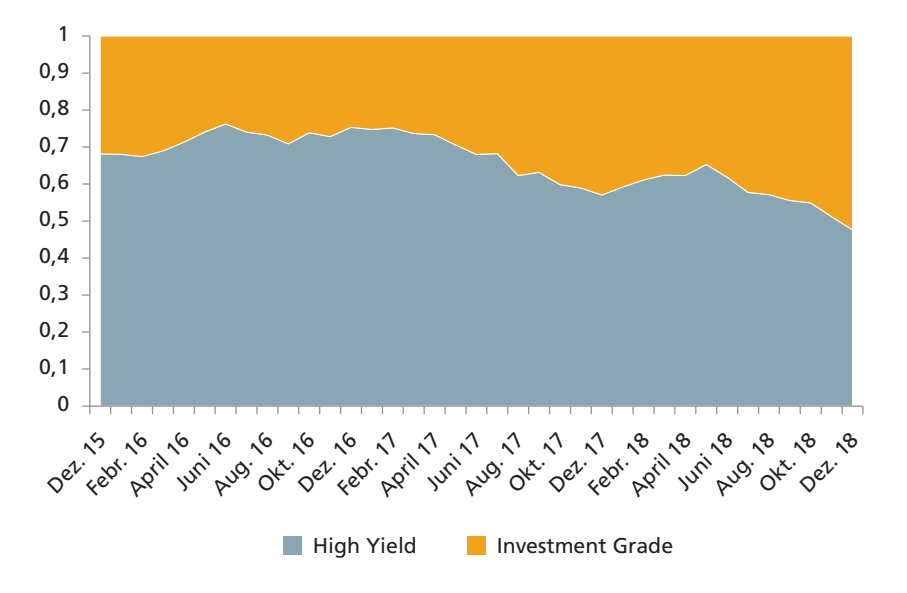
2018 hob die Fed die Zinsen dann weiter an. An den Märkten fürchtete man zunehmend ein schwächeres Weltwirtschaftswachstum. Neue weltpolitische Spannungen und der mit scharfen Worten ausgetragene Handelskrieg schadeten der Stimmung ebenfalls. All dies sorgte im 4. Quartal 2018 für eine deutliche Korrektur. Da schwächere Kurse zu befürchten und die Bewertungen hoch waren, erschien vor dem Ausverkauf im 4. Quartal 2018 eine defensivere Positionierung ratsam. Im Fokus standen nun Titel, denen kurzfristige Absolutterträge zuzutrauen waren und die wenig zinssensitiv schienen. Gute Beispiele hierfür sind Leveraged Loans, variabel verzinsliche Notes (FRNs), kurz laufende High-Yield-Anleihen und strukturierte Credits. Die höhere Gewichtung defensiver Papiere lässt sich am besten anhand der durchschnittlichen Kreditqualität der Strategie verfolgen. Seit Mitte 2017 ist das Durchschnittsrating um drei Stufen gestiegen, von BB- auf BBB-. Das Verhältnis von Investmentgrade zu High Yield wurde ausgewogener.

Mehr Vielfalt, mehr Erfolg

Investmentprozesse können sich von Manager zu Manager unterscheiden. Für MAC kann man die vielversprechendsten Einzelwertideen aus allen Marktsegmenten zusammenführen. Transaktionen mit dem Ziel, Ineffizienzen in der gesamten Kapitalstruktur eines Unternehmens zu nutzen, können für Mehrwert sorgen – was weit darüber hinausgeht, zum richtigen Zeitpunkt am richtigen Markt investiert zu sein. Dies ist einer der Hauptvorteile eines MAC-Ansatzes. Einfach gesagt: Interessant sind die vielversprechendsten Credits aus allen Märkten bei gegebenem Risiko. Dabei ist nicht allein das Market Timing entscheidend, sondern man sollte mit Einzelwertpositionen Veränderungen der relativen Bewertungen nutzen. Damit man nicht in eine Value-Falle tappt, sind zweifellos Kontrollinstanzen nötig. Dennoch scheint ein einzelwertorientierter Ansatz am besten, um das vielfältige Anlageuniversum einer MAC-Strategie optimal zu nutzen.

Dieser Artikel ist urheberrechtlich geschützt. Die rechtliche Freigabe ist für den Abonnenten oder Erwerber ausschließlich zur eigenen Verwendung.
Fritz Knapp Verlag GmbH

Abbildung 5: Ratingklassenentwicklung seit Auflegung



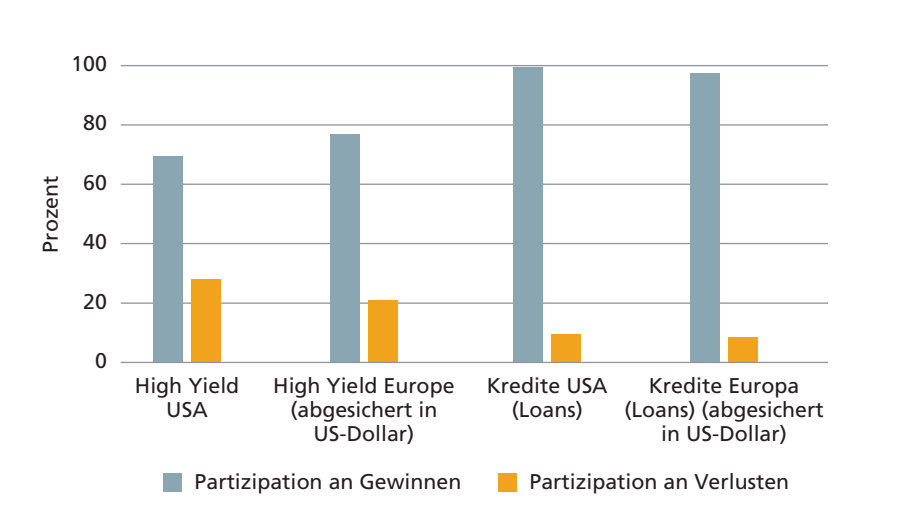
Quelle: Investec Asset Management, 31. Dezember 2018

Von Natur aus haben Credits ein asymmetrisches Auszahlungsprofil. Hohe Wertverluste durch einen schwachen Credit dürften kaum durch einen anderen Titel ausgeglichen werden, da dessen Ertragschancen begrenzt sind. Das Einzelwertrisiko einer Position kann sehr große Auswirkungen auf den erwarteten Portfolioertrag haben. Eine kluge Einzelwertauswahl ist daher unumgänglich, selbst bei einer Top-down- oder Themenstrategie. Mit einem großen Anlageuniversum und einem sehr selektiven Einzelwertansatz meidet man Credits, denen in Zukunft Probleme drohen. Die Vielzahl der Anlagemöglichkeiten legt die Messlatte für eine Aufnahme ins Portfolio sehr hoch.

Die Credit-Märkte ändern sich von Tag zu Tag. Die vergangenen drei Jahre zeigen deutlich, wie wichtig ein großes Anlageuniversum ist und wie man es nutzen kann, um sich für das jeweilige Marktumfeld zu positionieren. Durch eine Vielzahl von Credit-Märkten und Emittenten kann man die Ertragsquellen stärker diversifizieren, was letztlich zu besseren Anlageergebnissen führen dürfte. Indem man kontinuierlich auf jene Marktsegmente setzt, die bei einem vorgegebenen Risiko den attraktivsten Ertrag versprechen, kann man stetigere Erträge erwirtschaften, in hohem Maße an Kursgewinnen partizipieren und sich zugleich vor Verlusten schützen.

MAC partizipiert deutlich stärker an Gewinnen als an Verlusten – nämlich zu 70 bis 95 Prozent an steigenden, aber nur zu 5 Prozent bis 20 Prozent an fallenden Kursen (Abbildung 6). Die Flexibilität des MAC-Ansatzes ermöglicht eine effiziente Einzelwertauswahl. Oft nutzen Kreditnehmer unterschiedliche Finanzierungsquellen und verschiedene Credit-Märkte, Anlageklassen oder Marktsegmente. Bei Anlageentscheidungen hat man daher die Wahl zwischen verschiedenen Positionen in der Kapitalstruktur, Rückzahlungsprofilen, Währungsrisiken und Laufzeiten. Oft können MAC-Investoren von Bewertungsunterschieden innerhalb der Kapitalstruktur eines Unternehmens profitieren und dadurch die Erträge steigern.

Abbildung 6: Partizipation an Gewinnen und Verlusten im Vergleich



Quelle: Bloomberg, 31. Dezember 2018

Stabile Erträge in einem wechselvollen Umfeld

Multi-Asset Credit – eine dynamische Credit-Strategie mit attraktiven Renditen und überdurchschnittlicher Portfoliodiversifikation – ist und bleibt für Investoren interessant. Nicht alle Portfoliomanager haben gleich gute Ergebnisse erzielt, da sie unterschiedliche Stile und Ansätze verfolgen. MAC hat seine Ziele jedoch erreicht: Stabile Erträge in einem wechselvollen Umfeld für Credits haben für attraktive Ergebnisse gesorgt. Die Strategie hat an den Erträgen der Märkte zum überwiegenden Teil partizipiert und die Investoren zugleich vor Verlusten geschützt. Dies ist sowohl durch das große Anlageuniversum als auch durch eine dynamische Portfolioallokation möglich, sodass man zum richtigen Zeitpunkt in die attraktivsten Credit-Marktsegmente investiert.

Dieser Artikel ist urheberrechtlich geschützt. Die rechtliche Freigabe ist für den Abonnenten oder Erwerber ausschließlich zur eigenen Verwendung.
Fritz Knapp Verlag GmbH