

Wie gelingt ein künftiger Auftrieb? Eine breite Asset Allokation – mosaiksteingleich – hilft Multi-Asset-Produkten durch Zinstief und Aktien-Chaos



Die Zukunft von Multi Asset

Multi-Asset-Produkte haben es nicht leicht. Auf der Zinsseite sieht es mau aus, und die Aktienmärkte schwanken mitunter recht heftig. Da sind Ertrag und Risiko kaum in ein ausgeglichenes Verhältnis zu bringen. Wie sollten Multi-Asset-Fonds künftig aufgestellt sein, und welche Rolle werden ETFs und Robos im Asset Management spielen? Ein Roundtable mit zwei Portfoliomanagern und zwei Vertriebsexperten schafft Klarheit

private banking magazin: Zehn Jahre Multi Asset im Wandel der Zeit – wie fällt Ihr persönliches Fazit aus?

Tilo Wannow: Vor zehn Jahren standen wir inmitten der Finanzkrise. Danach folgten die Eurokrise, geopolitische Ereignisse rund um Griechenland, das Fukushima-Unglück, Brexit, Trump-Wahl, Terroranschläge. Am Ende sind die globalen Unternehmensgewinne gestiegen und die Weltbörsen dazu. Das Stimmungstief für mich persönlich war im Februar 2016, als die Börsen auf breiter Ebene einbrachen, obwohl die meisten Unternehmen außerhalb des Rohstoffsektors keine Krise spürten. Am Ende hat sich dann doch die reale Situation gegenüber der Stimmung durchgesetzt. Diese Erkenntnis hilft uns und jedem langfristig orientierten Anleger, bessere Ergebnisse zu erzielen.

Werner Kolitsch: Seit der Finanzkrise ist es eine immer anspruchsvollere Aufgabe geworden, attraktive Renditen zu erzielen. Das hat natürlich auch die Rolle der Portfolio-Diversifikation und des Risikomanagements verändert. Die Anleger haben dies erkannt und zunehmend auf die Flexibilität von Multi-Asset-Portfolios gesetzt, um ihre Ziele zu erreichen. Im aktuellen Umfeld suchen sie nach Möglichkeiten, Volatilität zu managen und mit möglichen weiteren Renditeanstiegen am Anleihemarkt umzugehen. Multi-Asset-Strategien spielen dabei eine wichtige Rolle.

Andrea Wehner: Für Multi-Asset-Fonds waren die vergangenen zwei Jahre sehr schwierig. In dieser Zeit sind ja wirklich ▶

nur Aktien in eine Richtung gelaufen. Und wenn man in so einem Umfeld breit diversifiziert war, hatte man das Nachsehen.

Kann Multi Asset künftig noch auf die herkömmliche Art und Weise – also mit Renten, Aktien und Cash – funktionieren?

Thilo Wolf: Nein, diese Zeiten sind vorbei. Auf den Zinskupons steht ja schon seit Jahren nichts mehr drauf, sodass große Teile des traditionellen Anleihemarkts als Renditequelle praktisch ausfallen. Aktien und Cash allein können es nicht sein, das wäre weder Multi Asset noch zu einem vertretbaren Risiko zu haben. Wir brauchen vielmehr neue Zugänge zu

Wannow: Ich denke schon, dass es weiter funktioniert. Letztlich geht es beim Investieren um eine Beteiligung am Erfolg, dem Wachstum von Unternehmen. Strukturierung allein generiert keinen Mehrwert, wenn die dahinterliegenden Wertgegenstände keine entsprechenden Gewinne, Cashflows und daraus ermöglichte Zinszahlungen abwerfen. Mit Garantiefonds, Wertsicherungsmodellen oder komplexen Strukturen lassen sich ja keine Renditen aus der Luft zaubern. Und verschiedene Chance-Risiko-Verhältnisse lassen sich auch mit klassischem Handwerk gestalten. Ich bin deshalb weiterhin davon überzeugt, dass wir mit dem Fo-

Aktien sind sportlich gepreist, auf der Rentenseite ist kaum noch etwas zu holen, oder es geht flott ins Risiko – wo soll da noch ein auskömmlicher Ertrag herkommen?

Wolf: Einspruch, das ist so nicht richtig. Am Aktienmarkt gibt es global gesehen immer noch gute Einstiegsmöglichkeiten, auch wenn einzelne Segmente oder Titel sicher tatsächlich sehr hoch bewertet sind. Wer auskömmliche Zahlungsströme erzielen will, sollte vor allem auf Unternehmen mit starken Bilanzen setzen. Die bringen langfristig steigende Dividendenrenditen und lassen den Kapitalstock wachsen. Am Anleihemarkt sieht es vor al-



„Wir brauchen neue Zugänge zu Ertrag und Einkommen“

Thilo Wolf, Deutschland-Chef von BNY Mellon

FOTO: ANDREAS MANN

Ertrag und Einkommen. Wir müssen die Risiken auf mehr Assets verteilen, und deren Wertentwicklung sollte auch noch möglichst wenig von den anderen abhängen beziehungsweise mit den klassischen Märkten korrelieren. All das finden wir bei den Alternatives, also beispielsweise in Infrastruktur, erneuerbaren Energien oder Private Equity. Die gesamte Palette alternativer Anlagen wird deshalb von unseren Multi-Asset-Fondsmanagern schon seit längerem eingesetzt. Unsere Boutique Newton Investment Management zum Beispiel hat bei Multi-Asset-Konzepten Pionierarbeit geleistet und ist damit bereits seit 1978 aktiv. Ein solcher Track Record dürfte im Markt ziemlich einzigartig sein.

kus auf der Auswahl der richtigen Aktien, Anleihen und der rechten Mischung sehr wettbewerbsfähige Renditen erzielen werden.

Wehner: Wenn jemand seine vorrangige Expertise im Aktien- und Anleihebereich sieht, dann wird sich dieser Multi-Asset-Portfoliomanager sicherlich weiter in diesen Anlageklassen bewegen und dann vielleicht im Aktienbereich mehr in Richtung Schwellenländer gehen und im Anleihebereich auf Hochzinsanleihen setzen. Wer Zugang zu mehr Anlageklassen hat, wird aber entsprechend breiter streuen. Eben weil die Gefahr da ist, dass man mit Anleihen und Aktien nicht mehr die gewohnten Erträge erwirtschaften kann.

lem in Europa tatsächlich mau aus. Staatsanleihen und Unternehmensbonds mit Investment Grade werfen derzeit aufgrund der Geldpolitik so gut wie nichts ab. Und bei Hochzinsanleihen denke ich immer noch an meine Bankausbildung in den 90er Jahren zurück. Damals hießen diese Papiere nicht ohne Grund Junk Bonds – und das stimmt auch heute noch in vielen Fällen. Mit High-Yield-Papieren sollte man vorsichtig umgehen. Aber: Auch bei Renten gibt es nach wie vor Chancen. Zum Beispiel in den Schwellenländern, selbst wenn diese gerade ein schweres Jahr haben. Aus meiner Sicht ist es im aktuellen Umfeld von entscheidender Bedeutung, dass Fondsmanager schnell und flexibel

agieren können, wenn die Märkte drehen und sich daraus Gelegenheiten ergeben.

Kolitsch: Auch wir halten globale Aktien für eher attraktiv bewertet: Zum einen bieten sie hohe Renditen, zum anderen ist die Weltwirtschaft nach wie vor in robuster Verfassung. Mag sein, dass die Anlegerstimmung in diesem Jahr bislang eher wankelmütig war – die Makro-Daten sind aber immer noch weitgehend positiv. Bei Anleihen sieht es tatsächlich etwas anders aus. Deshalb nutzt unser Multi-Asset-Team sein Risikobudget derzeit lieber für Aktien.

Wannow: Ob Aktien sportlich gepreist sind, ist Ansichtssache und eine Frage

dem Werterhalt in turbulenten Phasen. Je nach Mischung ist eine langfristig ordentliche Rendite möglich, vor allem wenn Sie die Alternativen für unsere Kunden ansehen: Bankeinlagen? Versicherungen? Der Sparstrumpf? Ganz ohne Qualitätsaktien geht es nicht, wenn man einen längeren Anlagehorizont mitbringt.

Wie sieht es bei alternativen Investments mit der Korrelation zu den traditionellen Anlageklassen aus?

Wehner: Das ist ein ganz wichtiger Punkt. Wenn man zum Beispiel den Immobilienmarkt nimmt, dann hat man natürlich einen Sektor, der sehr stark mit Aktien kor-

stark von der Regierung unterstützt, weil diese sicherstellen will, dass auch Geringverdiener, Ältere und Jüngere sich entsprechenden Wohnraum leisten können. Man bekommt also regierungsunterstützte Erträge, die wenig mit den Aktien- und Anleihemärkten zu tun haben und zudem auch noch inflationsgeschützt sind.

Wolf: Ganz genau. Die Wertentwicklung eines Private-Equity-Engagements oder eine Beteiligung an einem Windkraftwerk richtet sich typischerweise nicht nach dem allgemeinen Aktienmarkt. Möglichst viele voneinander unabhängige Erträge – das macht für uns einen modernen Multi-Asset-Fonds aus. Und Alternatives sind

„Es braucht Anlagen, die sich nicht darum scheren, was gerade an den Aktienmärkten los ist“

Andrea Wehner, Investment-Direktorin Multi-Asset bei Aberdeen Standard Investments



FOTO: ANNA RAUCHENBERGER

der Alternativen. Selbst am US-Markt fällt das Urteil nicht eindeutig aus. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt zirka 25 Prozent über dem Durchschnitt der vergangenen 50 Jahre, die Zinsen sind dagegen mit rund 3 Prozent weniger als halb so hoch wie im Durchschnitt dieses Zeitraums. Die meisten Titel, in die wir heute investieren, erwirtschaften um die 5 Prozent freien Cashflow und wachsen beim Gewinn strukturell im hohen einstelligen Prozentbereich. Wenn die Aktienkursentwicklung dem folgt und die Bewertung in etwa gleich bleibt, sind entsprechende Renditen inklusive der Dividendenzahlungen möglich. Die Rentenseite dient momentan in Europa eher der Diversifikation und

reliert – zumindest bei Büro- und Wohnimmobilien. Wenn man sich aber stattdessen Sozialwohnungen anschaut oder Studentenwohnheime, Pflegeheime und Krankenhäuser, dann hat das überhaupt nichts mit dem wirtschaftlichen Zyklus zu tun. Oder Versicherungsverbriefungen, die wie eine Rückversicherung Naturkatastrophen absichern. Die scheren sich überhaupt nicht darum, was gerade an den Aktienmärkten los ist. Gleiches gilt für erneuerbare Energien, wenn ein Großteil der Erträge aus Subventionen stammt. Auch bei den vorhin schon angesprochenen Sozialwohnungen machen Subventionen den besonderen Reiz aus. In Großbritannien etwa werden sie sehr

ein sehr gutes Mittel, um dieses Ziel zu erreichen. In unseren Boutiquen spielen die Fondsmanager auf der gesamten Klaviatur alternativer Anlagen, von Infrastruktur über Luftverkehr bis hin zu Private Debt.

Kolitsch: Trotzdem sollten wir uns davor hüten zu glauben, dass unkorrelierte Assets sich auch in Zukunft unabhängig voneinander entwickeln. Darüber hinaus gibt es weitere Risiken. So dürfen Investoren nicht davon ausgehen, dass der Verzicht auf Liquidität auch Volatilität ausschließt. Und uns muss klar sein, dass viele Anleger aus Mangel an rentierlichen Anlagen im festverzinslichen Bereich in Alternatives investiert haben. Wenn die Anleiherenditen global wieder attraktiver werden, ▶

könnte sich das auf die alternativen Anlagen negativ auswirken.

Ist es wirklich in erster Linie die Rendite, die über den Erfolg von Multi-Asset-Strategien im Vertrieb entscheidet?

Wannow: Daran hat sich zum Glück nichts geändert. Produktinnovationen, die nicht funktionieren, also keinen Mehrertrag bieten, haben keine lange Halbwertszeit.

Wolf: Die Wertentwicklung ist natürlich ein entscheidendes Kriterium, aber es ist nicht das einzige. Korrelationen mit anderen Multi-Asset-Strategien und mit anderen Anlageklassen sind ebenfalls wichtige Argumente. Denn der Vertrieb ist

Assets in Zeiten kurzfristiger Underperformance gehalten werden.

Wie bewerten Sie den Vorstoß einiger Häuser, Dachfonds-Konstruktionen mit ETFs als Multi-Asset-Produkte zu vertreiben?

Kolitsch: Bei Multi-Asset-Strategien ist eine breit gestreute Asset-Allokation häufig der wichtigste Renditetreiber. Deshalb ist es durchaus sinnvoll, dass einige dieser Strategien kostengünstige, transparente und liquide Lösungen für die Vermögensallokation anbieten. ETFs können dabei eine wichtige Rolle spielen.

Wolf: Das sehe ich mit gemischten Gefühlen. ETFs haben durchaus ihre Berechtigung

Dachfonds auf ETF-Basis nur eine mehr oder weniger aktive Asset-Allokation erhalten, aber kein aktives Management im eigentlichen Sinne. Deshalb könnte ich mir vorstellen, dass wir in Bezug auf ETFs im aktuellen Marktzyklus den Zenit vermutlich erreicht oder schon überschritten haben. Mit wieder zunehmender Volatilität und heftigeren Marktturbulenzen werden sich entsprechende Produkte jedenfalls künftig etwas schwerer tun.

Und wie bewerten Sie die Entwicklung der Robos?

Wolf: Robo Advisor sind grundsätzlich eine positive Entwicklung, die uns weiter-



„In Form von Dachfonds werden ETFs wartungsfreier und endkunden-gerechter“

Tilo Wannow,
Senior-Portfoliomanager bei ODDO BHF AM

vor allem daran interessiert, für den Kunden eine robuste, überzeugende Gesamt-Performance zu erreichen. Und zur Überzeugungskraft zählen natürlich auch die Erfahrung und der Track Record, den eine Gesellschaft aufweisen kann.

Kolitsch: Für neue Engagements ist die Wertentwicklung tatsächlich das wichtigste Kriterium, selbst bei institutionellen Investoren. Dennoch ist es nach wie vor sehr wichtig, dass die Asset Manager ihren Investmentansatz klar vermitteln, damit die Anleger eine realistische Erwartung haben, wie sich eine bestimmte Strategie unter unterschiedlichen Marktbedingungen voraussichtlich entwickeln wird. Das kann entscheidend dazu beitragen, dass

gung am Markt und sind nicht ohne Grund so populär geworden. Auch in unseren Boutiquen werden ETFs eingesetzt – allerdings aus taktischen Motiven. Für Multi-Asset-Fonds ausschließlich ETFs zu nutzen halte ich dagegen für nicht gut.

Wannow: In Form von Dachfonds werden ETFs wartungsfreier und endkundengerechter. Der gewünschte deutliche Kostenvorteil wird dadurch allerdings geringer, und diese Lösungen sind deutlich näher an klassischen aktiv gemanagten Lösungen. Man muss abwarten, wie sich die neuen Konzepte in unterschiedlichen Marktphasen entwickeln.

Wehner: Ich bin mir nicht sicher, ob sich Anleger immer bewusst sind, dass sie mit

bringt. Sie vereinfachen die Geldanlage, weil sie intuitiv und schnell funktionieren. Allein dadurch interessieren sich auf einmal viel mehr Menschen für Investments und Altersvorsorge. Die Technologie hinter den meisten Robo-Angeboten dagegen ist nicht so neu und revolutionär, wie es scheint. Da gibt es noch viel Potenzial. Und es bleibt eine wichtige Frage: Wie werden sich die Risikomanagementsysteme der Robos im Falle eines Börsencrashes verhalten? Seit die Robos aktiv sind, haben wir – zum Glück – noch keine richtige Krise an den Märkten gesehen. Dieser Stresstest steht noch aus.

Wannow: Ich glaube nicht, dass Robo-Fonds oder Advisor schlechter sind als der

durchschnittliche fundamentale Fonds. Zumindest lassen sie sich nicht von Panik oder Gier anstecken. Wir nutzen auch selbst quantitative Methoden zur Auswahl der Aktien und Anleihen. Ich bin jedoch überzeugt, dass die fundamentale Analyse von Geschäftsmodellen, Wettbewerbsvorteilen et cetera einen zusätzlichen Mehrwert bringt. Insofern sehen wir den Robo-Markt relativ entspannt.

Kolitsch: Für manche Strategien können Robos sicherlich eine wichtige Rolle spielen. Doch auch das maschinelle Lernen garantiert keine Markteffizienz. Quantitative Ansätze, die ähnlichen Trends folgen, können sogar unabhängig von den

Diversifikationsmöglichkeiten abseits dieser Portfolio-Bausteine zu suchen. Immobilien könnten in diesem Zusammenhang ebenfalls anfällig sein. Insofern besteht durchaus die Möglichkeit, dass globale Aktien, Anleihen und Immobilien gleichzeitig sinken – nicht nur eine Herausforderung für diese Anlageklassen, sondern auch ein toxischer Mix für Portfolios, die auf eine Kombination von Aktien, Anleihen und Immobilien angewiesen sind. Multi-Asset-Fonds mit einem sehr breiten Investment-Universum und einer echten Diversifikation schaffen Abhilfe und sollten sich deshalb mittelfristig einer sehr hohen Nachfrage erfreuen.

zwischen den wichtigsten Anlageklassen deutlich ändern können. Das betrifft in erster Linie Aktien und festverzinsliche Wertpapiere. Dabei können Anleihen in Multi-Asset-Portfolios eher für Volatilität als für Diversifikation sorgen. Multi-Asset-Strategien, die vom bisherigen Umfeld profitiert haben und als Absolute-Return-Mandate verkauft wurden, könnten sich dann als Enttäuschung erweisen. Ihnen fehlt letztlich die Flexibilität, ihre Renditeziele in allen Markt-Szenarien zu erreichen. Deshalb ist es sehr wichtig, den Kunden klar darzulegen, wie sich eine Multi-Asset-Strategie in verschiedenen Szenarien voraussichtlich entwickeln wird.



„Eine breit gestreute Asset-Allokation ist häufig der wichtigste Renditetreiber“

Werner Kolitsch,
Deutschland-Chef bei M&G

Fundamentaldaten zu einer Verschärfung der Marktvolatilität führen. Und das kann wiederum Chancen für andere Investoren schaffen.

Zum Schluss der Blick in die Zukunft. Was tut sich in puncto Multi Asset in den kommenden drei Jahren, und wie muss der Kunde künftig geführt und begleitet werden?

Wehner: Einhergehend mit dem sich nähernden Ende des aktuellen Zyklus dürften Aktien und Anleihen – die traditionellen Quellen für Anlagerendite und Risikodiversifikation – vor großen Herausforderungen stehen. Daher halten wir es für zunehmend wichtig, Rendite- und

Wannow: Auch wir sehen die weitere Entwicklung grundsätzlich positiv. Allerdings werden die nächsten drei Jahre ganz sicher nicht ohne größere Schwankungen bleiben. Darüber müssen sich die Kunden im Klaren sein, und sie dürfen nicht die Nerven verlieren. Die Auswahl der richtigen Lösung, des richtigen Chance-Risiko-Verhältnisses ist entscheidend. Was wir jedoch oft beobachten, ist, dass sich diese Einschätzung bei größeren Rücksetzern plötzlich ändert, der Anlagehorizont verkürzt sich plötzlich. Dem sollten Berater entgegenwirken, um ein zu prozyklisches Verhalten zu vermeiden.

Kolitsch: Die größte Herausforderung wird es sein, dass sich die Korrelationsmuster

Wolf: Die nächsten Jahre werden zeigen, welche Multi-Asset-Konzepte sich auch in schwierigerem Fahrwasser bewähren können. Wenn die globale Wirtschaft sich wieder abkühlt und die Märkte eine größere Korrektur erleben, wird sich zeigen, ob die Fondsstrukturen wirklich krisenfest sind. Bei der Begleitung der Kunden spielt die Digitalisierung eine zentrale Rolle wie in anderen Geschäftsbereichen auch. Schon heute zählt es zum Standard, dass Wertpapierdepots laufend aktualisiert werden. Zukünftig wird es noch wichtiger, Veränderungen im Portfolio und Einflüsse des Marktes zu erklären und zu veranschaulichen. ■