



Mit modernen Multi-
Asset-Strategien
zukünftige
Marktunsicherheiten
meistern

Q3 2020

vescore

by Vontobel Asset Management

TELOS GmbH

Mit modernen Multi-Asset-Strategien zukünftige Marktunsicherheiten meistern

—
Dr. Daniel Seiler
Head of Multi Asset
Vontobel Asset Management

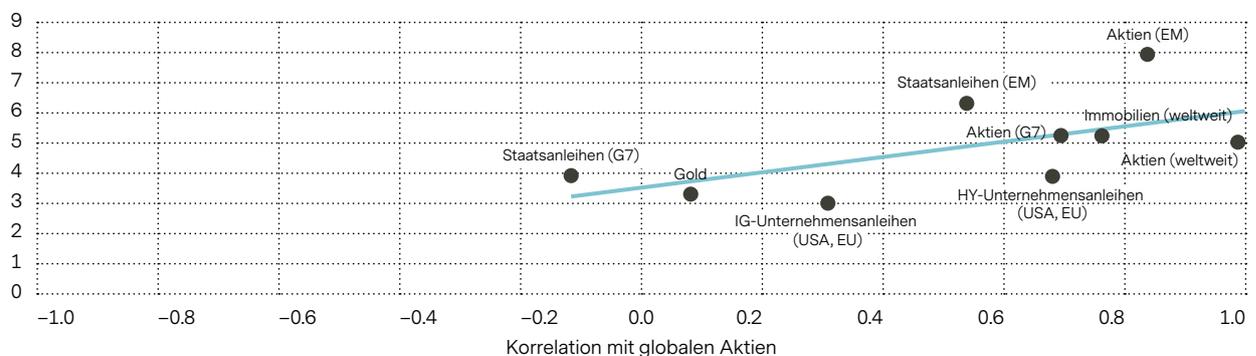
Das Sprichwort **«Setze nicht alles auf eine Karte»** wurde von der Investorenwelt als ihr heiligstes Mantra übernommen, seit Markowitz in den 1950er Jahren die Vorteile der Portfoliodiversifizierung demonstrierte. Vor 30 Jahren erhielt er für genau dieses Konzept den Nobelpreis in Anerkennung der Entwicklung einer operativen Theorie für die Portfolioauswahl unter Bedingungen der Unsicherheit. Heute ist die Gültigkeit und Wirksamkeit dieser Portfoliodiversifikation bei Multi-Asset-Anlagen unübertroffen. Das Niedrigzinsumfeld hat es jedoch schwierig gemacht, eine optimale Diversifizierung aufrechtzuerhalten, da Multi-Asset-Strategien ein doppeltes Ziel von stetigen Erträgen und Kapitalschutz anstreben. Das liegt daran, dass sich einige Multi-Asset-Strategien von ihrer unbesiegbaren Kernallokation aus Aktien und Staatsanleihen der Industrieländer entfernen, um zusätzliche Ertragssteigerungen in den Bereichen Unternehmensanleihen, Schwellenländeranleihen und anderen höherverzinslichen Anleihe-segmenten zu erzielen. Da diese Verschiebung der Asset-Allokation auf Kosten der Diversifizierung und damit der Krisenresistenz geht, unterstreicht sie die Notwendigkeit einer modernen Art von Multi-Asset-Strategien, die in der Lage sind, attraktive Renditen zu erzielen, das Risiko fest unter Kontrolle zu halten und gleichzeitig die Grundsätze der Markowitz'schen Portfoliotheorie zu beachten.

Harry Markowitz zeigte die Vorteile der Kombination von Anlagen mit geringer Korrelation auf, um das aus Risiko-Rendite-Sicht effizienteste Portfolio zu ermitteln. Markowitz wies nach, dass Diversifikation Mehrwert für das Portfoliomanagement schafft, denn korrekt umgesetzt kann sie die Rendite bei einem festgelegten Risikoniveau maximieren. Für Multi-Asset-Portfolios bedeutet dies, die Kunst des Korrelationsmanagements mit dem Ziel zu beherrschen, ein optimales Gleichgewicht zwischen Risiko und Rendite zu finden.

Die Aufnahme weiterer Anlageklassen ins Portfolio zur Steigerung der Erträge ist zweifellos verlockend. Zwar können diese eine zusätzliche Diversifikation bieten, jedoch nur in einem geringeren Maß. Eine historische Analyse der Korrelationen der Hauptanlageklassen zeigt, dass Staatsanleihen der Industrieländer und globale Aktien den unschlagbaren Kern eines jeden Multi-Asset-Portfolios darstellen. Das liegt daran, dass Staatsanleihen der Industrieländer als einzige Anlageklasse eine negative Korrelation mit globalen Aktien aufweisen. Die meisten anderen Anlageklassen bieten zwar höhere Renditen, korrelieren aber positiv mit Aktien und bieten deshalb nicht die gleichen Diversifikationsvorteile.

Grafik 1: Anlageklassen – Korrelation mit globalen Aktien und Überschussrenditen

Überschussrendite ggü. 1M-LIBOR (in % p. a.)



Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar. Die Korrelation der einzelnen Anlageklassen und ihre Überschussrenditen gegenüber dem 1-Monats-LIBOR in USD wurden anhand der monatlichen Renditen über die längsten verfügbaren Zeiträume für jede Anlageklasse berechnet, um die Genauigkeit der Korrelation zu erhöhen (alle Anlageklassen sind in USD abgesichert). Die Zeiträume sind: 03.1991 – 12.2019 für G7-Staatsanleihen, 12.1990 – 12.2019 für Gold, 06.1998 – 12.2019 für Investment-Grade-Unternehmensanleihen, 12.1997 – 12.2019 für US- und europäische Hochzinsanleihen, 08.1978 – 12.2019 für G7-Aktien, 12.1994 – 12.2019 für globale Immobilienaktien. Die blaue Linie stellt den linearen Zusammenhang zwischen der Korrelation mit globalen Aktien und den Überschussrenditen dar.

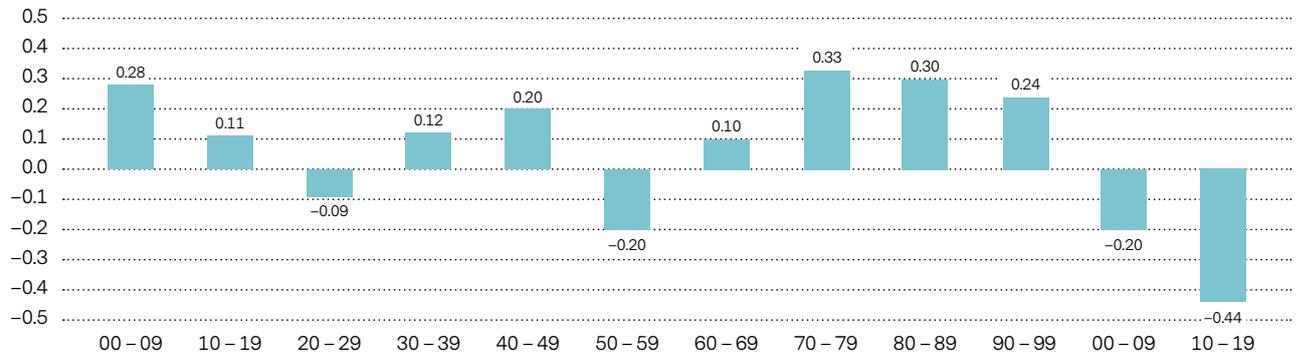
Quelle: Vontobel Asset Management.

Trotz Schwankungen im Zeitverlauf war die Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen konstant gering (siehe Grafik 2). In den letzten beiden Jahrzehnten war die Korrelation sogar konstant negativ. Als bewährte

Diversifikationsanlagen kommen Aktien und Staatsanleihen somit dem heiligen Gral einer perfekten Absicherung am nächsten, wodurch ihnen die Rolle, den Kern eines jeden Multi-Asset-Portfolios zu bilden, zuteilwurde.

Grafik 2: Schwankungen der Korrelation im Zeitverlauf

Korrelation



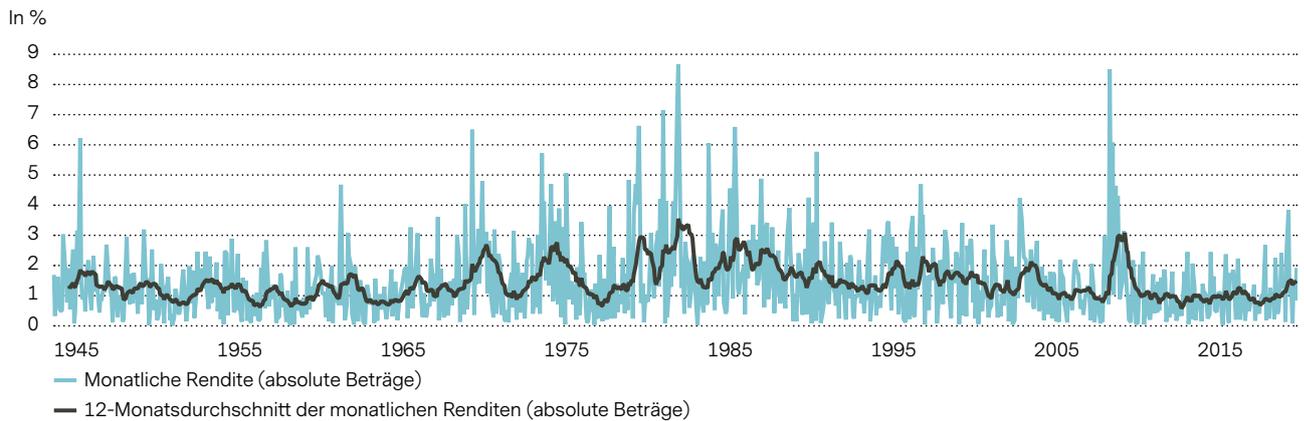
Die Grafik zeigt die Korrelation zwischen US-Staatsanleihen (abgebildet durch 10-jährige US-Treasuries mit konstanter Laufzeit) und US-Aktien (abgebildet durch den S&P Composite nach Berechnung von Professor Robert Shiller. Der Composite basiert auf Daten von 1871 bis heute und stützt sich neben älteren Daten auf Kennzahlen der Indizes S&P 500, S&P 90 und S&P 233.) Die Korrelation wird für die zwölf Jahrzehnte zwischen 01.1900 und 01.2020 auf der Basis der monatlichen Renditen dargestellt.

Quelle: Vontobel Asset Management, <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>.

Aus der historischen Analyse der Korrelation geht eine klare Empfehlung hervor: Auf Staatsanleihen der Industrieländer und globale Aktien setzen. Durch das Niedrigzinsumfeld sind Multi-Asset-Manager allerdings in Bedrängnis geraten, denn schließlich müssen sie ihr doppeltes Versprechen halten: Kapitalschutz und stabile Renditen. Die optimale Diversifikation ist jedoch – gemessen an den Opportunitätskosten – teuer geworden, da die Anleger auf das Renditepotenzial anderer Fixed-Income-Segmente verzichten müssen. Vom Zweiten Weltkrieg bis Ende 2019 rentierten 10-jährige US-Staatsanleihen über 5% p. a. Derzeit werfen sie lediglich ein Drittel davon ab. Dies hat dazu geführt, dass viele Investment Manager den bewährten Kern aus Aktien und Staatsanleihen durch Vorstoßen in renditestärkere Fixed-Income-Segmente wie Schwellenländer-, Unternehmens- oder sogar Hochzinsanleihen das Portfolio verwässert haben. Für den Renditezuwachs müssen sie jedoch zwangsläufig eine verminderte Krisenresistenz ihrer Portfolios in Kauf nehmen. Da die Weltwirtschaft aufgrund von Covid-19 derzeit drastische Wachstumseinbußen erleidet, ist nicht davon auszugehen, dass die Bedingungen sich ändern werden. Dadurch sind Multi-Asset-Portfolios höheren Risiken ausgesetzt und weniger geschützt. Dies gilt insbesondere für Portfolios, die an den traditionellen Grundsätzen von Multi-Asset-Anlagen festhalten und nach wie vor kapitalbasierte Allokationen vornehmen. Aufgrund ihrer Fokussierung auf die Aktienmärkte und ihrer weitgehend statischen Allokation bergen sie erhebliche Risiken, die durch die Jagd nach Renditen erheblich verstärkt werden dürften.

Traditionelle Multi-Asset-Strategien, auch als «Balanced»-Strategien bekannt, basieren auf einem weitgehend statischen 60/40-Anleihen-Aktien-Mix, wodurch sie einem ausgeprägten Equity Bias ausgesetzt sind. Tatsächlich machen Aktien in einem 60/40-Anleihen-Aktien-Portfolio etwa zwei Drittel des gesamten Portfoliorisikos aus. Daher sind solche Portfolios durch eine hohe zeitliche Variabilität der Volatilität gekennzeichnet (siehe Grafik 3). Darüber hinaus können sie aufgrund der statischen Natur ihrer Allokation nicht optimal auf sich ändernde Marktbedingungen und Korrelationen reagieren.

Grafik 3: Das Risikoprofil einer «Balanced»-Allokation ist langfristig volatil



Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar. Die Grafik zeigt die monatlichen Renditen (absolute Beträge) eines «Balanced»-Portfolios, das sich zu 60 % aus US-Staatsanleihen (abgebildet durch 10-jährige US-Treasuries mit konstanter Laufzeit) und zu 40 % aus US-Aktien (abgebildet durch den S&P Composite nach Berechnung von Robert Shiller, vollständige Beschreibung unter Grafik 2) zusammensetzt, im Zeitraum von 01.1945 bis 01.2020. Die schwarze Linie bildet den 12-Monats-Durchschnitt der absoluten monatlichen Rendite ab.

Quelle: Vontobel Asset Management, www.econ.yale.edu/~shiller.

Verlässt ein solches «Balanced»-Portfolio nun den sicheren Hafen der Staatsanleihen und wagt sich in risikoreichere Segmente des Fixed-Income-Markts vor, werden die mit dem Equity-Bias verbundenen Risiken verstärkt. Grund dafür ist, dass die traditionelle Rolle der Anleihekomponente als sichere Anlage aufgrund der Verwässerung des Portfolios durch renditestärkere, aber weniger stark diversifizierende Vermögenswerte aufgegeben wird. Oftmals wird dies jedoch erst deutlich, wenn die Märkte sich bereits im Krisenmodus befinden.

Modernes Multi Asset verspricht einen ruhigeren Kurs

Durch den Bruch mit der Tradition können moderne Multi-Asset-Strategien die Schwächen traditioneller Multi-Asset-Portfolios mindern, indem sie für gleichmäßigere Renditen sorgen, die Risiken unter Kontrolle halten und dennoch attraktive aktienähnliche Renditeziele erreichen. Vom alten kapitalbasierten Allokationsmodell weichen sie nicht nur durch die Anwendung eines risikogewichteten Ansatzes ab, sondern setzen überdies Leverage als Volatility-Targeting-Tool ein und durchbrechen damit die traditionelle Budgetobergrenze einer Allokation von 100%. Moderne Multi-Asset-Strategien ermöglichen es Vermögensverwaltern zudem, rasch und effizient auf Marktveränderungen zu reagieren und so Veränderungen der Korrelation und risikoreicheren Marktsegmenten Rechnung zu tragen. Im Einklang mit den herrschenden Marktbedin-

gungen können sie unvoreingenommene Änderungen der taktischen Allokation vornehmen. Im Wesentlichen lassen sich moderne Multi-Asset-Strategien in zwei verschiedene Gruppen unterteilen, denen jeweils der Grundsatz des Risikogleichgewichts zugrunde liegt. Sie verfolgen jedoch unterschiedliche Ansätze in Bezug auf Richtungswetten auf Anlageklassen: «Risk-based»- (risikobasierte) und «View-based»- (einschätzungsbasierte) Allokationsportfolios.

In Portfolios mit risikobasierter Allokation trägt jede Anlageklasse gleichermaßen zum Gesamtrisiko des Portfolios bei. Der Einsatz von Leverage ermöglicht eine präzise Volatilitäts- und Renditesteuerung. Portfolios mit risikobasierter Allokation nehmen keine Haltung gegenüber dem Markt ein. Eine solche Allokation könnte jedoch als unvereinbar mit den vorherrschenden Marktbedingungen angesehen werden. Diese Überlegung führte zur Implementierung von «View-based»-Portfolios, deren Allokation zwar das Prinzip der Risikoparität als Ausgangspunkt nutzt, die jedoch nach der Maßgabe taktischer Allokationseinschätzungen von der Basisallokation abweichen können. Diese Einschätzungen leiten sich aus unvoreingenommenen quantitativen Modellen ab und werden sorgfältig gegen Maßnahmen des Risikomanagements abgewogen.

Unterschiede zwischen traditionellen und modernen Multi-Asset-Strategien auf einen Blick

	Traditionelles Multi Asset	Modernes Multi Asset	
Portfoliotyp	«Balanced»	«Risk-based»	«View-based»
Vermögensallokation	Statisch, Änderungen der taktischen Allokation möglich	Dynamisch, auf der Basis von Änderungen der Volatilität und Korrelation im Zeitverlauf	Dynamisch, auf der Basis von Markteinschätzungen und Änderungen der Volatilität und Korrelation im Zeitverlauf
Risikomanagement	Kein Volatility-Targeting, kein Leverage	Volatility-Targeting, dynamischer Einsatz von Leverage	Volatility-Targeting, dynamischer Einsatz von Leverage
Risikobeitrag der Anlageklassen	Equity-Bias	Gleiche Risikobeiträge aller Anlageklassen	Abhängig von einschätzungs-basierter Allokation

Quelle: Vontobel Asset Management.

Künstliche Intelligenz (KI) kann Prognosen von Multi-Asset-Strategien verbessern

Moderne Multi-Asset-Strategien sorgen gegenüber traditionellen «Balanced»-Portfolios für gleichmäßigere Renditen, indem sie Risiken strikt unter Kontrolle halten und dennoch aktienähnliche Renditeziele anstreben. Durch ihr quantitatives Fundament und den Einsatz moderner Instrumente im Risikomanagement können sie sich mit unvoreingenommenen Richtungswetten flexibel und umsichtig an Veränderungen des Marktumfelds anpassen, wenn Multi-Asset-Strategien in risikoreichere Marktsegmente vorstoßen, um einen Renditezuwachs zu erzielen.

Covid-19 und die durch die Pandemie ausgelösten extremen Marktschwankungen führen uns eindringlich vor Augen, dass wir den Innovationsschub, der im vergangenen Jahrzehnt im Bereich Multi-Asset-Anlagen begonnen hat, weiter vorantreiben müssen. Eine verbesserte Risikokontrolle und präzises Rendite-Targeting werden noch stärker in den Vordergrund rücken. Der Schwerpunkt wird sich damit auf Strategien verschieben, die sich

leistungsstarke Technologien zunutze machen können, welche die Weiterentwicklung von Multi-Asset-Anlagen unterstützen. Dabei wird KI eine wichtige Rolle spielen. Da sie Informationen schneller als Menschen verarbeiten und bislang unerkannte Datenmuster erkennen kann, ermöglicht sie es Anlagestrategien, bessere Prognosen zu erstellen. Dadurch verbessert sich auch die Informationserfassung in großen Datenpools, welche die Grundlage für das Potenzial von KI bilden, unstrukturierte Daten in umsetzbare Erkenntnisse für erfolgreiche Anlagestrategien umzuwandeln. KI-Algorithmen können nicht nur zur Verbesserung der Prognosen hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung einzelner Anlageklassen und Wertpapiere beitragen, sondern auch zur Ermittlung der optimalen Vermögensallokation zu einem gegebenen Zeitpunkt. Vermögensallokationen, die sich an den kontinuierlichen Wandel der Marktbedingungen anpassen lassen, ohne durch unzulängliches menschliches Urteilsvermögen beeinträchtigt zu werden, werden den Erfolg von Multi-Asset-Strategien unter zunehmend schwierigen und komplexen Marktbedingungen maßgeblich mitbestimmen.

Kontakt



Manuel Egger

Senior Investment Specialist

manuel.egger@vescore.com

T +49 89 2111 3354

Wichtige rechtliche Hinweise

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch eine natürliche oder juristische Person in einer Rechtsordnung oder einem Land bestimmt, in der/dem eine solche Verbreitung oder Nutzung gegen geltende Gesetze oder Vorschriften verstossen würde oder die Vontobel oder seine verbundenen Unternehmen einer Registrierungspflicht innerhalb dieser Rechtsordnung oder dieses Landes unterwerfen würde. Vontobel gibt keine Zusicherungen ab, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen für die Verwendung an allen Standorten oder durch alle Leser geeignet sind. Dieses Dokument stellt weder direkt noch indirekt in irgendeiner Rechtsordnung eine Empfehlung, ein Angebot oder eine Aufforderung an die Öffentlichkeit oder anderweitig dar, ein Finanzinstrument zu zeichnen, zu kaufen, zu halten oder zu verkaufen, und ist nicht entsprechend auszulegen. Deutschland: Dieses Dokument wurde von der Vontobel Asset Management SA, Zweigniederlassung München, mit Sitz in der Leopoldstrasse 8–10, 80802 München, genehmigt und von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) genehmigt und unterliegt einer begrenzten Regulierung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Einzelheiten zum Umfang der Regulierung sind auf Anfrage bei der Vontobel Asset Management SA, Niederlassung München, erhältlich. Dieses Dokument ist eine allgemeine Mitteilung, die nicht unabhängig ist und ausschliesslich zu Informations- und Bildungszwecken erstellt wurde. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen (zusammen «Informationen») sind nicht als Prognosen, Research, Empfehlungen oder Anlageberatung zu verstehen. Entscheidungen, die auf Informationen in diesem Dokument basieren, liegen in der alleinigen Verantwortung des Lesers. Sie dürfen sich beim Treffen einer Anlage- oder sonstigen Entscheidung nicht auf Informationen in diesem Dokument verlassen. Dieses Dokument wurde nicht auf der Grundlage einer Berücksichtigung individueller Anlegerverhältnisse erstellt. Nichts in diesem Dokument stellt eine Beratung hinsichtlich Steuern, Rechnungslegung, Regulierung, Recht, Versicherung oder Anlagen oder eine andere Art von Beratung dar, um Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente zu zeichnen, zu kaufen, zu halten oder zu verkaufen, Transaktionen durchzuführen oder eine Anlagestrategie zu verfolgen. Alle Informationen in diesem Dokument werden auf der Grundlage der Kenntnisse und/oder der Markteinschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments oder zu dem im Dokument angegebenen Zeitpunkt ohne jegliche Zusicherungen oder Gewährleistungen jeglicher Art, weder ausdrücklich noch stillschweigend. Vontobel haftet nicht für allfällige direkte oder indirekte Verluste oder Schäden, einschliesslich, aber nicht beschränkt auf entgangene Gewinne, die aus den in diesem Dokument verfügbaren Informationen resultieren, oder für Verluste oder Schäden, die direkt oder indirekt aus der Nutzung der hierin enthaltenen Informationen entstehen. Alle in diesem Dokument enthaltenen Informationen können durch nachfolgende Markt- oder politische Ereignisse oder aus anderen Gründen hinfällig werden oder sich ändern. Es besteht jedoch keinerlei Verpflichtung für Vontobel, dieses Dokument zu aktualisieren. Alle in diesem Dokument enthaltenen Prognosen, zukunftsgerichteten Aussagen oder Schätzungen sind spekulativ. Aufgrund verschiedener Risiken und Unsicherheiten kann nicht garantiert werden, dass sich die getroffenen Schätzungen oder Annahmen als richtig erweisen, und die tatsächlichen Ereignisse oder Ergebnisse können erheblich von den in diesem Dokument dargestellten oder erwarteten abweichen. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen können sich aufgrund von Markt-, Wirtschafts- und sonstigen Bedingungen ändern. Die Informationen in diesem Dokument sind nicht als Empfehlungen zu verstehen, sondern als eine Veranschaulichung allgemeinerer Wirtschaftsthemen. Beachten Sie, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein zuverlässiger Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung ist und die Prognosen grundsätzlich begrenzt sind und nicht als Indikator für die zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden dürfen. Vontobel entbindet sich soweit gemäss dem geltenden Recht möglich von jeglicher Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste, welche sich aus den hier zur Verfügung gestellten Informationen oder dem Fehlen ebensolcher ergeben. Obwohl Vontobel der Ansicht ist, dass bei der Zusammenstellung der Informationen dieses Dokuments mit der gebotenen Sorgfalt vorgegangen wurde, übernimmt Vontobel weder ausdrücklich noch stillschweigend eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Texte, Darstellungen oder sonstigen Elemente. Das Dokument sollte nicht als verlässliche Grundlage für Entscheidungen herangezogen werden. Vontobel lehnt diesbezüglich jede Haftung ab. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen begründen keine vertragliche Beziehung zwischen den Anbietern dieser Informationen und den Lesern dieses Dokuments und sind nicht in dieser Weise aufzufassen. Sämtliche Komponenten dieses Dokuments sind urheberrechtlich geschütztes Eigentum von Vontobel oder Drittparteien. Die Informationen in diesem Dokument sind ausschliesslich für Ihren persönlichen, nicht gewerblichen Gebrauch bestimmt. Gegebenenfalls haben Vontobel, Mitglieder der Geschäftsleitung oder Mitarbeitende in der Vergangenheit oder gegenwärtig in Finanzinstrumente investiert, über die Informationen oder Meinungen in diesem Dokument enthalten sind, oder werden künftig in solche Anlageinstrumente investieren. Zudem besteht die Möglichkeit, dass Vontobel für die Emittenten dieser Finanzinstrumente in der Vergangenheit Dienstleistungen erbracht hat, sie aktuell erbringt oder sie in Zukunft erbringen wird, einschliesslich z. B. Corporate-Finance- oder Market-Making-Services. Ferner ist es möglich, dass Mitarbeitende oder Mitglieder der Geschäftsleitung von Vontobel in der Vergangenheit bestimmte Funktionen (z. B. Tätigkeit als Mitglied der Geschäftsleitung) für die Emittenten solcher Finanzinstrumente ausgeübt haben, diese gegenwärtig ausüben oder in Zukunft ausüben werden. Vontobel, Mitarbeitende oder Mitglieder der Geschäftsleitung könnten daher ein Eigeninteresse an der künftigen Performance von Finanzinstrumenten haben.

Vontobel Asset Management S.A., Asset Management
Niederlassung München
Leopoldstraße 8–10, 80802 München
Deutschland

vontobel.com/am

Wichtiger Hinweis

Die Informationen in dieser Publikation sind ausschließlich für institutionelle Investoren und Finanzintermediäre bestimmt und nicht für Privatanleger.

Für den Inhalt sind ausschließlich die jeweiligen Anbieter verantwortlich. Die TELOS GmbH übernimmt keine Gewähr und/oder Haftung für die Richtigkeit der Angaben. TELOS GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden aufgrund von fehlerhaften Angaben. Weder die dargestellten Kennzahlen noch die bisherige Wertentwicklung ermöglichen eine Prognose für die Zukunft. Die dargestellten Strategien und Auswertungen stellen kein Angebot und keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf dar.

Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

TELOS GmbH

Biebricher Allee 103

D-65187 Wiesbaden

Tel. +49 (0)611 9742 100

E-Mail: info@telos-rating.de

Web: www.telos-rating.de