

Chancen abseits der ausgetretenen Pfade

Die durch die Niedrigzinsphase veränderten Marktstrukturen erfordern von Multi-Asset-Investoren ein Umdenken – die althergebrachten Rezepte funktionieren nicht mehr. Neben einer breiten Diversifikation sind insbesondere Investments abseits der Benchmarks angesagt

Gastautor
Bernd Meyer

Das Jahr 2020 war beispielhaft für die Veränderungen, welche die internationalen Finanzmärkte in der vergangenen Dekade erlebt haben: 2020 gab es über alle Anlageklassen hinweg fast dreimal so viele abrupte, scharfe Marktbebewegungen (Vier-Sigma-Bewegungen) wie im Jahr der Finanzmarktkrise 2008. Auch die steigenden Inflationserwartungen und Realzinsen sowie der deutliche Favoritenwechsel am Markt seit den positiven Impfstoffnachrichten und der Wahl von Joe Biden zum US-Präsident im November kamen – obwohl nicht unerwartet – überraschend schnell und stark.

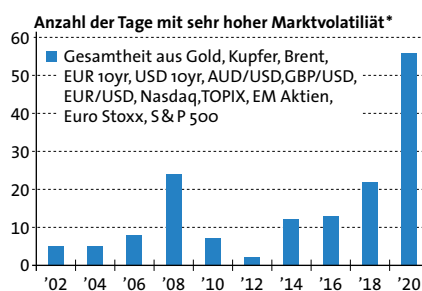
Starke Trendveränderungen

Ausgelöst hat dieses vermehrte Auftreten abrupter, scharfer Marktbebewegungen einerseits der Aufstieg von regelbasierten Investments. Systematische Anlagestrategien – wie Ansätze mit Zielvolatilität, risikoparitätische Ansätze, CTAs oder Short-Volatilität-Strategien – nahmen zudem deutlich zu. Nicht zuletzt durch Robo Advisors. Diese Strategien agieren in der Regel prozyklisch und damit trendverstärkend. Auf der anderen Seite hat sich die Liquidität an den Märkten deutlich verschlechtert: mit immer weniger Value-Investoren, die auch mal antizyklisch agieren, den begrenzteren Risikobudgets der Handelstische der Banken, dem Aufstieg elektronischer Handelsplattformen und sogenannter High Frequency Trader, mit dem Vormarsch passiven Investierens und den Anforderungen von Mifid II.

Ein weiterer Punkt ist die Jagd nach Rendite – der Hunt for Yield – vor allem seitens institutioneller Investoren sowie auch Multi-Asset-Anlegern. Sie suchen im Niedrigzinsumfeld händeringend nach Alternativen für niedrig oder negativ ver-

AUSSERGEWÖHNLICH

In den vergangenen zwölf Monaten gab es bei zahlreichen Anlageklassen besonders viele extreme Kursereignisse.



Quelle: Berenberg

* Tagesbewegungen mit viermal höherer Standardabweichung als in den jeweils 100 Tagen zuvor, für fünf Aktienmärkte, drei Rohstoffe, drei Devisenpaare sowie langlaufende USD- und EUR-Staatsanleihen

zinste Anleihen. Im Ergebnis investieren sie vermehrt in Aktien und Credit in allen Formen, etwa Schwellenländer- oder Hochzinsanleihen. Doch dadurch wachsen auch die Probleme. Denn im Gegensatz zu klassischen, sicheren Staatsanleihen sind diese riskanteren Credit-Segmente deutlich stärker mit Aktien korreliert.

Dauerhaft niedrige Zinsen, die Substitution von Staatsanleihen durch Unternehmens- oder Schwellenländeranleihen und höhere Aktienquoten machen Multi-Asset-Portfolios also riskanter, weniger gut diversifiziert und anfälliger. Das führt dazu, dass sich auch Multi-Asset-Anleger zunehmend prozyklisch verhalten und beispielsweise Risiken in fallenden Märkten abbauen.

Somit agiert eine große Anzahl von Marktteilnehmern prozyklisch – womit immer wieder Übertreibungen nach oben als auch nach unten sowie scharfe Korrekturbewegungen eintreten. In dieser für Anle-

ger schwierigen Situation kommt ein weiterer Faktor hinzu – die langsame Rückkehr der Inflation. Denn bei steigender Inflation verliert die Zinskomponente von Anleihen ihren Diversifikationscharakter. Aktien und Staatsanleihen sind inzwischen eher positiv als negativ korreliert, wodurch Staatsanleihen noch unattraktiver werden.

Rückkehr der Inflation

Und in der Tat haben die Inflationszahlen jüngst erst begonnen, nach oben zu überraschen. Basiseffekte, zum Beispiel bei Rohstoffen, und eine Realisierung des erwarteten Aufschwungs dürften in den nächsten Monaten weiter für Inflationsüberraschungen und steigende Zahlen sorgen. Wir erwarten zwar auch, dass die Inflation nach einem deutlichen Anstieg wieder etwas zurückgeht, glauben aber, dass in den vergangenen Jahrzehnten disinflationär wirkende Trends wie die Globalisierung oder der demografische Wandel gedreht haben und mittelfristig wieder für höhere Inflation als vor der Pandemie sorgen werden.

Es ist ebenfalls festzustellen, dass im Umfeld von zunehmend passivem und systematischem Investieren und negativer Realzinsen Fundamentalkennzahlen wie Bewertungen zuletzt eher eine untergeordnete Rolle spielten. Relevanter ist oft die richtige Einschätzung, wie wesentliche Anlegergruppen positioniert sind, wie sie agieren und was sie voraussichtlich als nächstes tun. Das eröffnet Chancen für antizyklisch orientierte Anleger – wobei die Analyse von Sentiment, Anlegerflüssen und Positionierungsdaten dabei eine zentrale Rolle spielt.

Wenn regelbasierte Anlagestrategien in der Mehrzahl extrem positioniert sind, bietet sich ein konträres Verhalten geradezu an. Basis eines solchen Portfolios muss

NEW MINDSET LOADING...

Neue Perspektiven: Veränderte Marktstrukturen erfordern neue Anlagestrategien

jedoch ein fundamental begründeter und transparent kommunizierter Investmentprozess sein. Doch was bedeutet dies konkret? In unseren Augen sind Kern eines solchen zukunftssträchtigen Multi-Asset-Portfolios strategische Positionen in langfristig attraktiven Segmenten der Kapitalmärkte. Auf der Aktienseite wären dies primär Qualitätsunternehmen, die über lange Zeiträume gewinnbringend wachsen können und bei denen die Nachhaltigkeit des Wachstums im Vordergrund steht.

Von wesentlicher Bedeutung ist zudem, dass die Unternehmen Gewinne in reale Cashflows umwandeln, die dann mit hohen Kapitalrenditen in das Unternehmen reinvestiert werden können. Dies gilt vor allem für Unternehmen, die von langfristigen Megatrends wie Demografie, Digitalisierung oder Nachhaltigkeit profitieren.

Anlagehorizont erweitern

Innerhalb des Anleihesegments sind vor allem diejenigen Anlagen lohnend, die nicht in jedem Multi-Asset-Portfolio vertreten und möglichst bisher nicht so einfach passiv abbildbar sind. So macht es sich bezahlt, auch über den Tellerrand zu schauen.

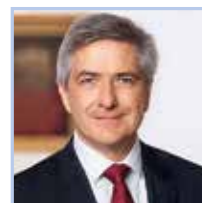
Ein Beispiel für ein solches Investment sind in chinesischen Yuan denominierte Anleihen. Diese werden dank erfolgter Öffnung des zweitgrößten Anleihemarktes der Welt zunehmend in globale Anleiheindizes aufgenommen. Internationale Anleger sind jedoch weiterhin stark unterinvestiert, wodurch sich große Chancen ergeben – bei gleichzeitig relativ hoher Si-

cherheit. Zudem ist dieses Segment eines der wenigen großen Anleihe-segmente mit deutlich positiver Rendite.

Neue Marktstruktur

Die veränderte Marktstruktur erfordert von Multi-Asset-Anlegern also ein Umdenken – die Rezepte der vergangenen Jahre werden nicht mehr funktionieren. Viele klassische Mischfonds agieren so, dass sie Anlageklassen eher statisch mischen, um dadurch lediglich von einer gewissen Diversifikation zu profitieren. So wird jedoch kein Mehrertrag aus der aktiven Steuerung der Allokation generiert. Sinnvoller ist es, das Ziel zu verfolgen, an möglichst allen Stellen eines Multi-Asset-Portfolios einen Mehrertrag zu generieren, über alle Anlageklassen hinweg sowie über die taktische Allokation zwischen den Anlageklassen. Schlagworte sind: Flexibilität und ein taktisches, opportunistisches Vorgehen.

Es hat sich bewährt, die Allokationsquoten aktiv zu steuern und die strategischen langfristigen Investments um taktische Marktopportunitäten zu erweitern – auch mal antizyklisch. Dafür ist beispielsweise eine Abkehr von althergebrachten Rezepten erforderlich. Dies ermöglicht es auch, die vermehrt auftretenden Übertreibungen am Markt zu nutzen. Eine breite Diversifikation über Anlageklassen, Segmente und Regionen hinweg sowie Investments abseits von Benchmarks sorgen für eine hohe Risikostreuung und erhöhen außerdem die Chance auf überdurchschnittliche Renditen. ■



Prof. Dr. Bernd Meyer
CFA, Berenberg

Seit 2017 ist Meyer Chefanlagestrategie Wealth and Asset Management sowie Leiter Multi Asset bei Berenberg. Mit mehr als 25 Jahren Erfahrung in der Branche ist er ein ausgewiesener Experte für empirische Kapitalmarktforschung und in diesem Bereich auch als Professor an der Universität Trier tätig.