

Hintergrund

März 2023

Multi-Asset-Strategien – ein Überblick

Verfasserin

Desiree Sauer, Vice President, Investmentstrategin

Verfasser

Werner Krämer, Managing Director, Macro-Economic Analyst

©2023. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Neue Mainzer Straße 75, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten.

Dieses Dokument gibt die Ansicht von Lazard Asset Management LLC oder verbundener Unternehmen („Lazard“) wieder und beruht auf Informationen, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als verlässlich eingeschätzt wurden. Es kann jedoch keine Zusicherung gegeben werden, dass geäußerte Prognosen oder Annahmen tatsächlich eintreten. Dieses Dokument wird von Lazard Asset Management LLC oder verbundenen Unternehmen („Lazard“) ausschließlich für informative Zwecke zur Verfügung gestellt. Keine Aussagen in diesem Dokument stellen eine Anlageberatung oder eine Empfehlung zum Handeln eines Wertpapiers, Derivates, Sachwertes oder sonstigen Vermögenswertes oder einer Investmentdienstleistung dar. Anlagen in Wertpapiere, Derivaten und Sachwerten enthalten Risiken, die sich unter anderem in Preisschwankungen äußern und zu Verlusten führen können. Bestimmte Vermögenswerte, die in Lazards Portfolios gehalten werden, insbesondere im Falle sogenannter Alternativer Investmentfonds, enthalten höhere Risiken und die Wertschwankungen können größer ausfallen als bei anderen Vermögenswerten. Dementsprechend können einzelne Vermögenswerte nur an weniger liquiden oder effizienten Märkten gehandelt werden, was die Wertentwicklung der Portfolios negativ beeinflussen kann. Die vergangene Wertentwicklung erlaubt keine Prognose der zukünftigen Wertentwicklung. Alle Ansichten, die hier geäußert wurden, können sich jederzeit ändern und von denen anderer Mitarbeiter von Lazard abweichen.

Dieses Dokument darf nur durch Personen zur Kenntnis genommen werden, die sich in einem Land aufhalten, in welchem die Verbreitung dieses Dokuments im Einklang mit dem örtlichen Recht zulässig ist und im Einklang steht mit den von Lazard gehaltenen lokalen Registrierungen. Bitte informieren Sie sich auf www.lazardassetmanagement.com/globaldisclosure über die jeweiligen Gesellschaften der Lazard Gruppe, die dieses Dokument herausgegeben haben, und den Umfang der jeweiligen erlaubten Tätigkeiten.

Multi-Asset-Strategien – ein Überblick

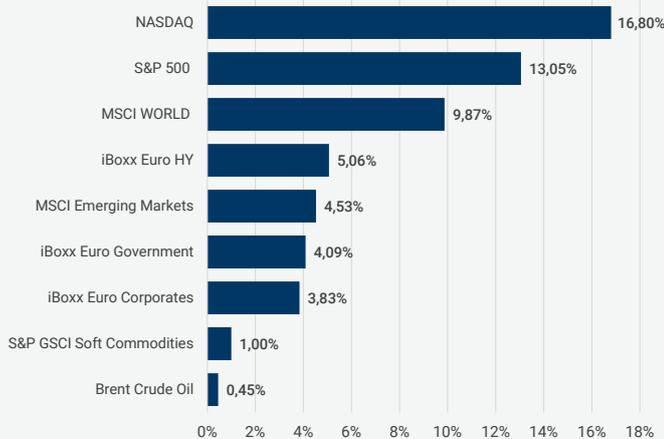
- Nach dem jahrelangen Niedrigzinsumfeld haben die Renditen am Rentenmarkt mittlerweile wieder attraktive Niveaus erreicht. Gegenwärtig betrachten Anleger Aktien nicht mehr als einzige Ertragsoption. Das Credo lautet nun nicht mehr TINA - There is no Alternative to Equity, sondern TARA - There are reasonable Alternatives to Equity.
- Daher erleben Balanced-Mandate bzw. Multi-Asset-Ansätze, die lange als Auslaufmodell verschrien waren, eine wahre Renaissance. Gut gemanagte Multi-Asset-Portfolios gelten allgemein hin als Allwetter-Anlagelösungen, welche eine reibungslose Fahrt durch alle Marktunsicherheiten ermöglichen sollten.
- Das Neue bei Multi-Asset-Strategien im Vergleich zu den bereits seit Jahrzehnten im Einsatz befindlichen Balanced-Fonds ist, dass mehr als zwei Assetklassen berücksichtigt werden (können), dass die einzelnen Assetklassen stärker regional oder über Risikofaktoren diversifiziert werden und dass den Asset Allocation-Entscheidungen zwischen den Anlageklassen eine große Bedeutung zukommt. Die Asset Allocation-Entscheidungen werden bewusst dem Fondsmanager übertragen.
- Das Argument, das für diese Multi-Asset-Strategien spricht, ist in allererster Linie der Vorteil der Diversifizierung gemäß der Kapitalmarkttheorie. Wenn der Anleger mehrere Assets oder Assetklassen in einem Fonds mischt, die untereinander eine Korrelation (deutlich) unter 1 haben, sinkt durch die Mischung das Risiko des Investments, ohne dass der Investor (wesentlich) Ertrag aufgeben muss. „Richtige“ Diversifikation ist sozusagen kostenlos. Die Risikoreduzierung ist besonders ausgeprägt, wenn die Korrelation zwischen den Assets bzw. Assetklassen niedrig oder negativ ist.
- Durch das Ausnutzen der Vorteile der Diversifikation von Assetklassen und Assets können Anleger über Multi-Asset-Ansätze unterschiedliche Ziele verfolgen. Häufigstes Ziel von Multi-Asset-Strategien ist das Erreichen aktienähnlicher Erträge mit deutlich reduzierter Volatilität. Je nach Ausrichtung kann es aber auch um die Erreichung eines festen absoluten Ertrags in rollierenden Zeitabschnitten (Total Return) oder um einen Mehrertrag zu klassischen Renten- oder Geldmarktanlagen bei enger Kontrolle des Risikos (z. B. Multi-Credit-Strategien) gehen.
- Multi-Asset-Strategien sind nicht so einfach miteinander vergleichbar wie beispielsweise europäische Aktienfonds oder globale Rentenfonds. Will man diese Strategien anhand von Benchmarks messen oder Peer-Group Vergleiche anstellen, muss man tiefer ins Detail gehen und (homogene) Gruppen von Strategien unterscheiden. Kriterien für die Unterscheidung der Strategien sind das zulässige Anlageuniversum, die verwendeten Anlageinstrumente, die Anlageziele, die Art der Allokationsentscheidungen und die Basis der Diversifikation. Der Anleger muss vor dem Hintergrund der Vielfalt der Konzepte sorgfältig auswählen, welcher Manager und welche Strategie optimal zu ihm passen.
- Zur Zielgruppe von Multi-Asset-Strategien gehören institutionelle Anleger, die in der Vergangenheit auf traditionelle Balanced Portfolios gesetzt haben, aber auch Vermögensverwaltungen, das Private Banking von Banken oder Family Offices. Multi-Asset-Fonds können in manchen Fällen eine Alternative zu einer individuellen Vermögensverwaltung darstellen. Große institutionelle Anleger nutzen Multi-Asset-Fonds für taktische Entscheidungen.
- Lazard ist seit vielen Jahren erfolgreicher Anbieter im Bereich Multi-Asset-Strategien und verfügt über verschiedene Plattformen, über die spezielle Ideen und kundenspezifische Lösungen umgesetzt werden können. Eine Plattform mit einer langen Historie und einer Fülle von verfügbaren Publikumsfonds mit langem Track Record ist die Lazard Patrimoine-Plattform. Ein stringenter und nachvollziehbarer Investmentprozess bilden das Herzstück des Managements der verschiedenen Multi-Asset-Strategien.

Multi-Asset-Strategien – ein Überblick

Renaissance von Multi-Asset-Strategien?

Seit der Finanzmarktkrise 2007/08 sorgte die anhaltend (ultra-) lockere Geldpolitik für florierende Erträge am Aktienmarkt. Aktien ließen fast alle anderen (liquiden) Assetklassen unattraktiv erscheinen (vgl. Abbildung 1). Gleichzeitig gerieten Rentenanlagen und damit auch Multi-Asset-Ansätze, aufgrund niedriger zwischenzeitlich sogar negativer Kapitalmarktzinsen immer weiter in den Hintergrund. Mit dem Fixed Income-Segment konnten keine auskömmlichen Erträge erwirtschaftet werden. Daher galt mehr als über ein Jahrzehnt bei Anlegern das TINA-Credo – There is no alternative to Equity

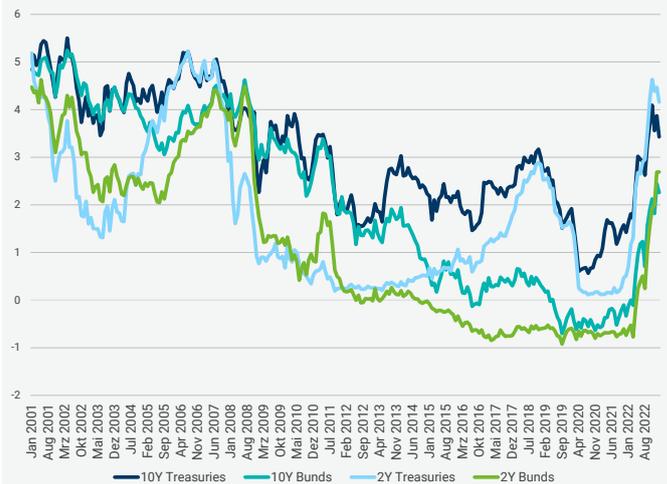
Abbildung 1: Performance p.a. verschiedener Assetklassen 2008 bis Ende 2021



Stand: 31.12.2021; Performance in Euro
Quelle: Refinitiv Datastream

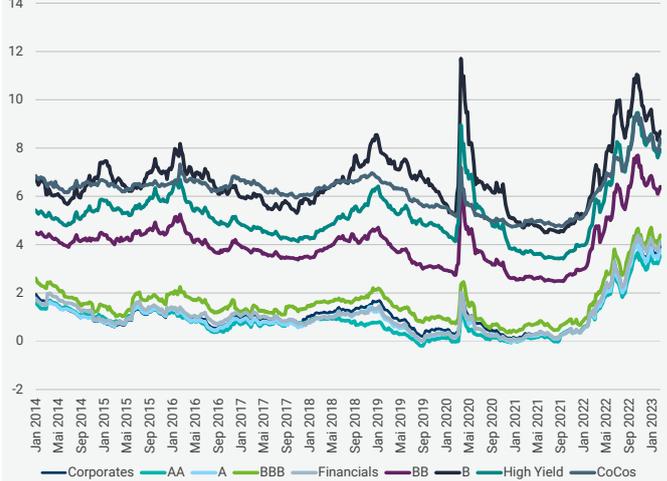
Diese Einstellung änderte sich 2022, denn die Rückkehr der Inflation zwang die Zentralbanken, die Zinszüge in einem rasanten Tempo enger zu ziehen. So fand eine gewaltige Umkehr der massiven geldpolitischen Unterstützung statt, die im Zuge der Finanzkrise 2007-2008 eingeleitet und durch die Pandemie ausgeweitet wurde. Mittlerweile haben die Renditen am Rentenmarkt wieder attraktive Niveaus erreicht (vgl. Abbildung 3, Abbildung 4). Anleger betrachten Aktien daher nicht mehr als einzige Ertragsoption. Das Credo lautet nun nicht mehr TINA, sondern TARA - There are reasonable Alternatives to Equity.

Abbildung 2: Steigende Staatsanleihenrenditen



Stand: 22. Februar 2023
Quelle: Refinitiv Datastream

Abbildung 3: Steigende Renditen - iBoxx Euro Indices



Stand: 22. Februar 2023
Quelle: Refinitiv Datastream

Mit den steigenden Rentenmarktrenditen erleben auch Balanced-Mandate bzw. Multi-Asset-Ansätze, die lange als Auslaufmodell verschrien waren, eine wahre Renaissance. Gut gemanagte Multi-Asset-Portfolios gelten allgemein hin als Allwetter-Anlagelösungen, welche eine reibungslose Fahrt durch alle Marktunsicherheiten ermöglichen sollten. Jedoch

litten auch Multi-Asset-Mandate unter dem „annus horribilis“ 2022. Dennoch schafften es ein paar wenige Manager entweder ihre Wertverluste stark zu begrenzen oder das Jahr sogar (leicht) positiv zu schließen. Dies schafften insbesondere Manager mit einem großen Durationsspielraum, welcher sogar eine negative Duration zulässt, darunter die Manager der Lazard Patrimoine-Plattform.

Gute Multi-Asset-Manager beherrschen darüber hinaus die Kunst des Korrelationsmanagements. Eine breite Streuung über verschiedene und möglichst wenig korrelierende Assetklassen sollte in schwierigen Marktphasen den Wertverlust begrenzen. Eine wohldiversifizierte und flexible Anlagestrategie, die mit Blick auf das makroökonomische Umfeld positioniert und umgesetzt wird, kann Anlegern helfen, sowohl Risiken zu begrenzen als auch die entstehenden Ertragschancen am Markt zu nutzen.

Was sind Multi-Asset-Strategien?

Multi-Asset-Strategien sind keine Innovation der jüngsten Vergangenheit, sondern eine Modernisierung bzw. Erweiterung von Ideen, die man früher als Mischportfolio oder Balanced-Produkt bezeichnet hat. Ein klassisches Beispiel ist in der Grundform ein Renten-Aktien-Mischportfolio, bei dem der Investor mit 80 % in deutschen Staatsanleihen auf Basis des RexP-Indexes und mit 20 % in deutschen Aktien auf Basis des DAX-Indexes investiert war. Dabei war traditionell die Gewichtung zwischen diesen beiden (Kern-)Assetklassen in der Benchmark fest fixiert und die Portfoliogewichtung, die sich durch Marktbewegungen stetig verschiebt, wurde monatlich oder quartalsweise mehr oder weniger automatisch auf die Benchmarkgewichtung rebalanciert.¹

Das Neue bei Multi-Asset-Strategien ist, dass i. d. R. mehr als zwei Assetklassen im Anlageuniversum der Strategie berücksichtigt werden (können), dass die einzelnen Assetklassen viel stärker regional oder über Risikofaktoren diversifiziert werden und dass den Asset Allocation-Entscheidungen zwischen den Anlageklassen eine größere Bedeutung zukommt als in den traditionellen Balanced-Portfolios.

Das heißt erstens, dass neben Aktien oder Renten auch Rohstoffe, Immobilien, Private Equity, Gold, Waldinvestments oder generell „Alternative Assets“ in Multi-Asset-Strategien Verwendung finden. Es bedeutet zweitens, dass beispielsweise die Rentenanlagen von Multi-Asset-Strategien viele Segmente wie Staatsanleihen, Covered Bonds, Inflation Linker, Unternehmensanleihen, Corporate Hybrids, globale Anleihen, Währungen, Cat-Bonds, Emerging Markets-Anleihen, Nachrang(bank)anleihen, Wandelanleihen, Private Debt oder High Yield-Titel umfassen (können). Mit dieser breiten Streuung in Assetklassen, Regionen, Währungen und Segmente will der Manager so viele Risikoprämien wie möglich vereinnahmen.

Drittens ist festzuhalten, dass bei Multi-Asset-Strategien in den meisten Fällen (taktische) Asset Allocation-Entscheidungen getroffen werden, dass also die Gewichtungen der einzelnen Assetklassen des Anlageuniversums auf Basis eines vordefinierten Entscheidungsprozesses stetig an die Marktlage, den Grad der Zielerreichung, die vereinnahmbaren Risikoprämien oder die Risikovorgaben angepasst werden. Die Verantwortung für diese Asset Allocation-Entscheidungen wird bewusst dem Fondsmanager eines Multi-Asset-Fonds übertragen.²

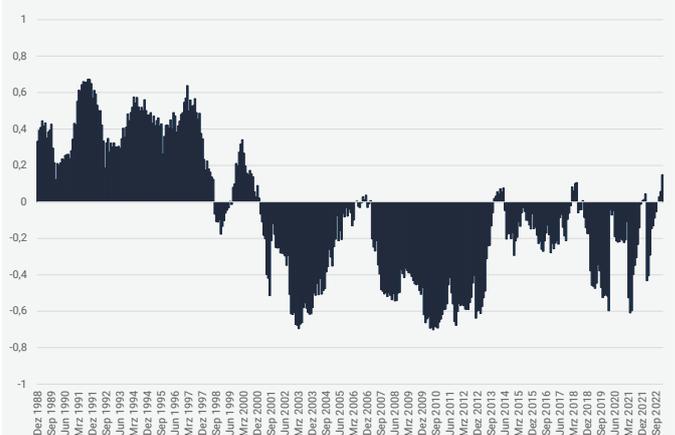
Insgesamt ist durch die große Zahl von Handlungsalternativen bei Multi-Asset-Strategien die Vielfalt der Assetklassen, Investmentziele und Investmentprozesse deutlich größer als bei einfachen Mischportfolios, so dass der Manager einer solchen Strategie wesentlich mehr Freiräume hat als bei klassischen Kapitalanlagen.

Warum Multi-Asset-Strategien?

Das Argument, das für diese Multi-Asset-Strategien spricht, ist in allererster Linie der Vorteil der Diversifizierung gemäß der Kapitalmarkttheorie.³ Wenn der Anleger mehrere Assets oder Assetklassen mischt, die untereinander eine Korrelation (deutlich) unter 1 haben, sinkt durch die Mischung das Risiko des Investments, ohne dass der Investor (wesentlich) Ertrag aufgeben muss. „Richtige“ Diversifikation ist sozusagen kostenlos.

Die Risikoreduzierung durch Diversifizierung ist besonders ausgeprägt, wenn die Korrelation zwischen den Assets bzw. Assetklassen nahe Null oder negativ ist. Aus diesem Grund bieten Aktien-Staatsanleihen-Kombinationen besondere Vorteile der Diversifikation, denn die Korrelation zwischen diesen beiden Assetklassen ist seit der Jahrtausendwende (fast immer) negativ, weil Aktien und AAA-Staatsanleihen im „Risk on“ / „Risk off“-Marktparadigma als entgegengesetzte Pole angesehen werden (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4:
Rollierende 1J-Korrelation Bundesanleihen und DAX



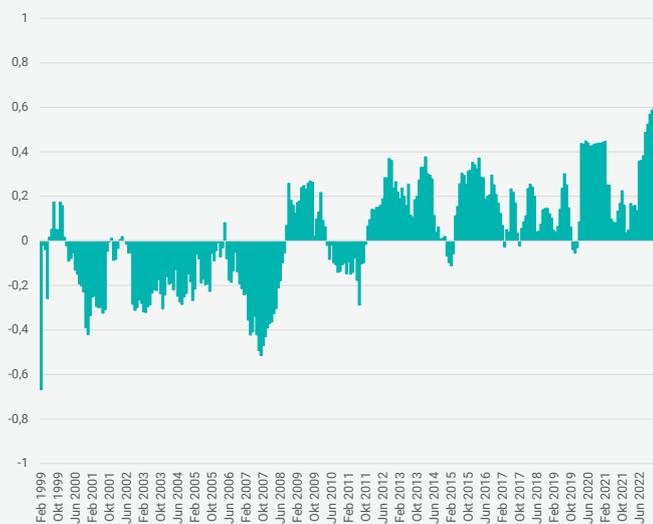
Stand: 22. Februar 2023

Quelle: Refinitiv Datastream

Basis: Wochenprozentänderung der TR-Indizes

Dass die Überlegungen zu den Korrelationen sehr differenziert angestellt werden müssen, zeigt der Korrelationsverlauf, wenn man statt deutschen Staatsanleihen und dem DAX alternativ Unternehmensanleihen im Sinne des iBoxx € Corporates betrachtet und die Korrelationen mit dem MSCI EMU untersucht. Hier sehen die Verläufe ganz anders aus und die Richtung der Korrelation dreht sich vollständig um, obwohl es auch hier um eine Korrelation zwischen Renten und Aktien geht (vgl. Abbildung 5).

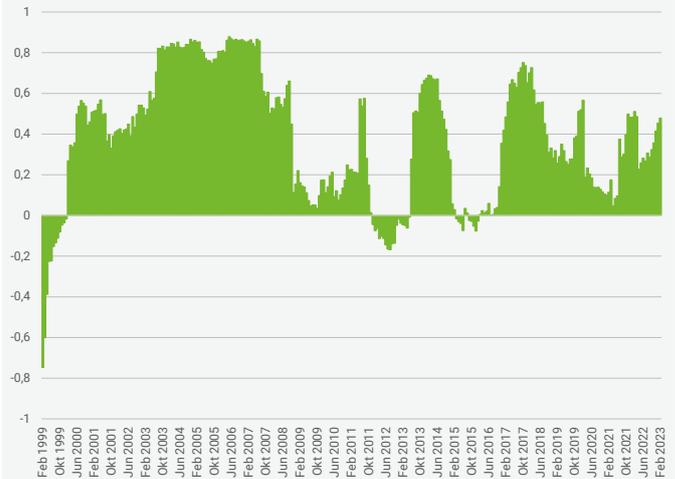
Abbildung 5:
Rollierende 1J-Korrelation €-Unternehmensanleihen und MSCI EMU



Stand: 22. Februar 2023
Quelle: Refinitiv Datastream
Basis: Wochenprozentänderung der TR-Indizes

Als drittes Beispiel betrachten wir die Korrelationen zwischen den US-Treasuries und den Unternehmensanleihen der Emerging Markets. Dieses Beispiel macht deutlich, dass es nicht „die“ Korrelation gibt. Korrelationen sind ziemlich instabil und können sich abrupt ändern, ja sogar umdrehen. Die verschiedenen Rentenmärkte sind normalerweise hoch positiv miteinander korreliert, weil Treasuries und Bunds häufig die Richtung für alle Märkte vorgeben. Dies kann sich aber über Nacht ändern, weil sich gewisse Paradigmenwechsel ereignen (wie eine Zinswende) oder weil es aufgrund idiosynkratischer Events (hier in den Emerging Markets) zu „Risk on“ / „Risk off“-Umschwüngen kommt, die Kapitalflüsse abrupt umkehren (vgl. Abbildung 6).

Abbildung 6:
Rollierende 1J-Korrelation US-Treasuries und EM-Unternehmensanleihen



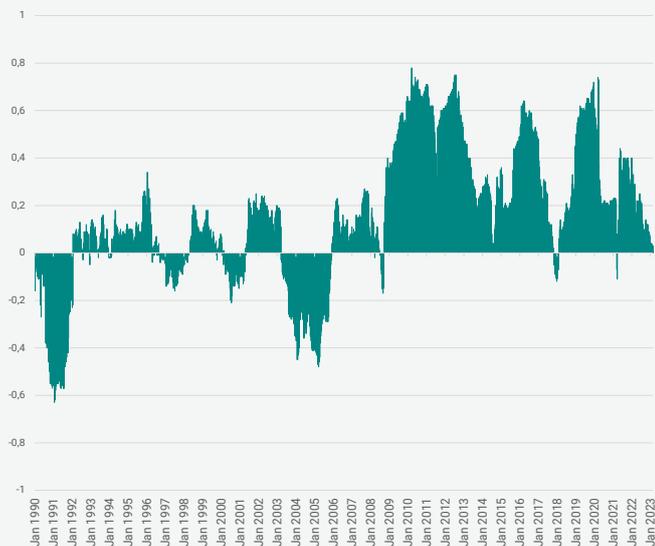
Stand: 22. Februar 2023
Quelle: Refinitiv Datastream
Basis: Wochenprozentänderung der TR-Indizes

Es genügt für den Manager von Multi-Asset-Produkten daher nicht, die Allokationen in Assets und Assetklassen über historische Korrelationen zu bestimmen. Die Analyse vergangener Zusammenhänge ist wichtig, aber die Entscheider über Asset Allokation müssen stets versuchen, die statistischen Zusammenhänge ökonomisch und strategisch zu interpretieren und Marktstimmungen und Umschwünge zu eskomptieren, auch wenn dies leichter gesagt als getan ist.

Ein besonderes Problem für Multi-Asset-Strategien ist, dass die Vorteile der Diversifikation häufig dann schwinden, wenn man sie am dringendsten braucht. Dies ist häufig in Finanzmarktkrisen der Fall, wenn die Korrelationen zwischen praktisch allen Assetklassen gegen eins laufen. Für solche Fälle kann man im Grunde nur damit vorsorgen, dass man stets gewisse „risikolose“ Assets wie die Staatsanleihen ausgewählter Länder im Portfolio hält, denn nur die gewinnen in „Risk off“-Szenarien. Aber selbst das ist keine Garantie, wie das Jahr 2022 verdeutlicht hat.

Ein weiteres Korrelationsbeispiel betrachtet den Zusammenhang zwischen der Entwicklung am US-Aktienmarkt und dem Ölpreis. Hier hat sich seit der Finanzmarktkrise 2008 ein Strukturbruch abgezeichnet. Bis 2008 war der US-Markt nahezu unabhängig oder leicht negativ korreliert mit dem Ölpreis. Dies hat sich 2008 völlig geändert. Die beiden Märkte hingen seither eng positiv zusammen, was beispielsweise an der wachsenden Bedeutung der „Alternative Oil & Gas“-Industrie für die USA gelegen haben könnte. In den letzten Jahren sehen wir allerdings einen Rückgang in der Korrelation zueinander (vgl. Abbildung 7).

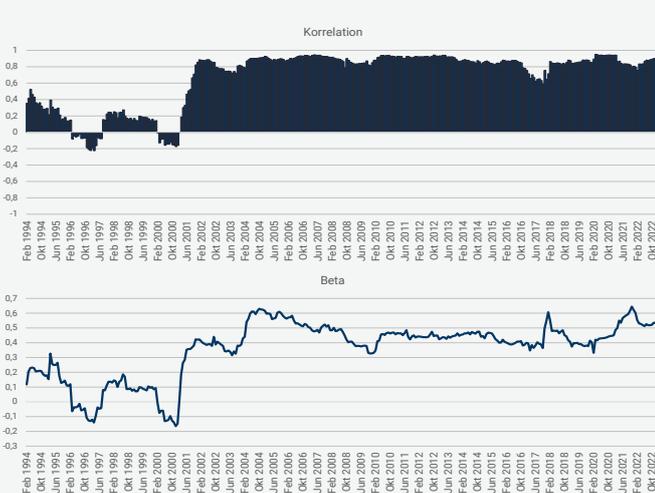
Abbildung 7:
Rollierende 1J-Korrelation US-Aktien und Ölpreis



Stand: 22. Februar 2023
Quelle: Refinitiv Datastream
Basis: Wochenprozentänderung der TR-Indizes

Das letzte Beispiel zeigt, dass eine niedrige oder negative Korrelation zu anderen Assetklassen nicht das einzige Argument ist, warum eine Assetklasse im Gesamtportfolio Risiko reduzieren kann. Betrachtet man globale Wandelanleihen, so ist die Korrelation mit dem globalen Aktienmarkt naturgemäß sehr hoch. Wegen des hybriden Charakters der Wandelanleihen zwischen Aktien und Renten ist das Beta zum globalen Aktienmarkt aber relativ klein. Wandelanleihen senken das Risiko bei einer Beimischung zu einem globalen Aktienportfolio, weil sie zwar hoch korreliert sind, aber einfach viel weniger schwanken (vgl. Abbildung 8).

Abbildung 8:
Rollierende 1J-Korrelation und Beta Globale Wandelanleihen und Globale Aktien



Stand: 22. Februar 2023
Quelle: Refinitiv Datastream
Basis: Wochenprozentänderung der TR-Indizes

Durch das Ausnutzen der Vorteile der Diversifikation von Assetklassen und Assets können Anleger über Multi-Asset-Ansätze unterschiedliche Ziele verfolgen. Die klassische Zielvorstellung von Multi-Asset-Strategien ist das Erreichen aktienähnlicher Erträge mit deutlich reduzierter Volatilität. Je nach Ausrichtung der Multi-Asset-Strategie kann es aber auch um andere Fragestellungen gehen.

So verfolgen manche Strategien das Ziel der Erreichung eines festen absoluten Ertrags in einer Jahresscheibe oder sonstigen rollierenden Zeitabschnitten (Total Return). Andere streben einen Mehrertrag zu klassischen Renten- oder Geldmarktanlagen bei enger Kontrolle des Risikos als Alternative zu Private Debt (z. B. Multi-Credit-Strategien)⁴ an. Für die verschiedenen Investmentziele gibt es individuell maßgeschneiderte Multi-Asset-Lösungen.

Wie unterscheiden sich die verschiedenen Multi-Asset-Strategien?

Multi-Asset-Strategien sind nicht so einfach vergleichbar wie beispielsweise europäische Aktienfonds oder globale Rentenfonds. Will man diese Strategien anhand von Benchmarks messen oder Peer-Group-Vergleiche anstellen, muss man tiefer ins Detail gehen und Gruppen von Strategien in Abhängigkeit von ihrem Anlageuniversum, ihren Investmentzielen, ihrer Liquidität oder Anlagerestriktionen unterscheiden. Man kann diese Strategien gemäß der im Folgenden diskutierten Kriterien in (homogenere) Gruppen einteilen.⁵

a) Unterscheidungen nach dem Anlageuniversum

Die grundlegendsten Unterschiede zwischen unterschiedlichen Multi-Asset-Strategien leiten sich natürlich von den verwendeten Assetklassen ab. Viele Multi-Asset-Strategien legen großen Wert auf Liquidität und konzentrieren sich daher auf die liquidesten Assetklassen. Es gibt aber Strategien, die auch weniger liquide, aber börsengehandelte Anlagen für die Diversifizierung oder die Ertragssteigerung verwenden. Schließlich diversifizieren manche Manager auch in den sehr oder gar völlig illiquiden Bereich, in dem Private Debt und Private Equity, Hedge Funds oder Immobilien Teil der Asset Allocation sind. Diese Strategien sind eher für die strategische Asset Allocation und den Langfristanleger, nicht aber für taktische Erwägungen geeignet. Bei der Entscheidung für eine Multi-Asset-Strategie oder für einen Peer-Group-Vergleich spielen die zulässigen Assetklassen eine fundamentale Rolle.

b) Unterscheidungen nach den Anlageinstrumenten

Grundlegend zur Unterscheidung sind auch die Anlageinstrumente. Eine Möglichkeit der Streuung der Assetklassen ist die Investition in Fonds, also eine Dachfondskonstruktion. Dabei würde der Dachfondsmanager die Assetklassen streuen, aber für die jeweilige Anlageklasse einen oder mehrere Fonds auswählen und selber keine Einzeltitel selektieren. Es gibt auch Formen dieser Anlagen, die den Anteil aktiven Managements

noch weiter reduzieren, indem sie ausschließlich in ETFs investieren. Andere Anleger verzichten ganz auf die Verwendung von Fonds für die Allokation, sondern spiegeln die einzelnen Assetklassen ausschließlich über eigene Direktinvestments wider („Alpha“).

Sehr häufig findet man aber Mischformen. Der Assetmanager bildet seine Kernassetklassen durch Direktinvestments über die Einzeltitelselektion ab, aber diversifiziert in Satelliten der Kapitalanlage via aktiv gemanagte Fonds oder ETFs. Man könnte argumentieren, dass die reine Investition über ein Portfolio von ETFs am kostengünstigsten ist, dass aber über die zusätzliche aktive Titelselektion ein Mehrertrag oder eine weitere Reduzierung der Volatilität möglich ist.

c) Unterscheidungen nach den Anlagezielen

Hier finden sich große Unterschiede zwischen den einzelnen Multi-Asset-Strategien. Vermutlich die Mehrzahl der Strategien ist keine einfache Erweiterung von einem an einer Kombination von Indexbenchmarks-orientierten Mischfonds („Relative Return“), sondern hat eher einen Total Return-Charakter. Gerade durch die Diversifikation in unterschiedliche Assetklassen, Regionen und Strategien will man die Volatilität des Fonds senken und mit hoher Wahrscheinlichkeit einen gewissen absoluten Ertrag erwirtschaften. Dabei muss man die Fonds zusätzlich unterscheiden in solche, die den Fonds an einem vom Kunden vorgegebenen Risikobudget ausrichten (und damit eine explizite oder implizite Wertsicherungsaufgabe haben, deshalb weniger flexibel sind) von solchen Fonds, die ohne Risikobegrenzungen oder Wertsicherungen arbeiten.

Eine weitere Unterscheidung ist in dem Zusammenhang auch die, ob die Fonds in starkem Maße auf Derivate zurückgreifen oder dies aus Transparenz- bzw. Risikogründen nur in begrenztem Umfang tun. Bei Ansätzen wie Risk Parity-Konzepten beispielsweise werden zur Skalierung des Exposures/Leverages in der Regel überwiegend Assetklassen eingesetzt, die über liquide Derivate wie Futures umgesetzt werden können.

Auch viele der verbreiteten „Target-Date Funds“ sind Multi-Asset-Strategien. Deren Assetklassen-Gewichtungen variieren automatisch im Zeitverlauf, weil sie die optimale Allokationsstruktur auf ein Zieldatum ausrichten. Der Anteil der sicheren Assetklassen wird mit der Annäherung an das Enddatum schrittweise erhöht, um das Schwankungsrisiko an die Restlaufzeit anzupassen.

Erwähnenswert ist, dass man in vielen Datenbanken über Multi-Asset-Fonds Einteilungen in Fonds, die eher defensiv oder rentenähnlich gemanagt werden, in solche, die man als „ausgewogen“ bezeichnet und in solche, die man „offensiv“ oder „chancenorientiert“ nennt, vorfindet. Grundlegend für diese Bezeichnungen ist die grundsätzliche strategische Asset Allokation des Fonds, die eher rentenorientiert, neutral oder aktienorientiert (bzw. risikoorientiert) sein kann.

d) Unterscheidungen nach der Art der Allokationsentscheidung

Es gibt immer noch viele Multi-Asset-Fonds, die mit starren Allokationen der Assetklassen wie im klassischen Balanced-Fonds arbeiten, nur dass die Zahl der allokierten Assetklassen größer ist als früher. Die Fonds reallokieren dann beispielsweise monatlich oder quartalsweise, weil sich durch die Marktbewegungen die Gewichtungen der Assetklassen verändern und stetig zurück zur Zielallokation gebracht werden müssen.

Häufiger sind heute aber Strategien, bei denen es entweder überhaupt keine strategisch fest angestrebte Allokation in Assetklassen gibt oder aber die Abweichung von den strategischen Allokationen sehr groß und auch längerfristig sein kann. In diesen Fällen versucht der Fondsmanager dann beispielsweise vom Wirtschaftszyklus fundamental oder der Marktphase technisch her eine taktisch optimale Allokation abzuleiten oder aber die Allokation am vorhandenen Risikokapital auszurichten.

e) Unterscheidungen nach der Basis der Diversifikation

Am weitesten verbreitet ist immer noch die (einfache) Diversifikation nach Assetklassen, man hält also fixe oder variable (Return-Prognose basierte) Gewichtungen beispielsweise in Renten, Aktien, Rohstoffen und Geldmarktinstrumenten.

Stark im Kommen sind Strategien, die in der Allokation nicht nach Assetklassen, Regionen oder Währungen, sondern nach Risikoanteilen diversifizieren (Risk Parity-Ansätze oder Balanced Risk-Portfolien). Man spricht auch von prognoseunabhängigen und risikobasierten Asset Allocation-Modellen. Der Investor schätzt bei diesen Ansätzen keine zukünftigen Returns, sondern Risikokennzahlen wie die (stabileren) Varianzen oder Korrelationen und verteilt den Risikobeitrag im gleichgewichteten Verhältnis auf die Anlageklassen im Portfolio. Anlageklassen mit geringerer (erwarteter) Volatilität werden in diesem Ansatz hoch gewichtet, Anlageklassen mit hoher Volatilität niedriger. Der Anleger erhofft sich durch die Untergewichtung volatiler Assetklassen und Assets einen geglätteten Portfolioverlauf.⁶

Im Rahmen von rein quantitativen, Smart Beta oder anderen faktorgetriebenen Investmentansätzen gibt es vermehrt Versuche, das Gesamtrisiko des Portfolios in die einzelnen Faktorisiken (die Renditetreiber) zu zerlegen. Der Quant-Manager steuert das Portfolio in Abhängigkeit davon, wie stark es von Makrorisiken wie Wachstum, Inflation oder Zins abhängt oder wieviel Small Cap, Value oder Growth Bias er haben möchte. Der Manager versucht dann häufig, das Gesamtportfolio so aufzustellen, dass nach den Risikofaktoren bzw. den Risikoprämien optimal diversifiziert wird.⁷

Eine andere Idee, wie man diversifizieren kann, ist die nach strategischen Investmentideen. Man diversifiziert nicht die Assetklassen und Assets, sondern entwickelt verschiedene Themen und Trends der Kapitalanlage und versucht, solche Themen zu kombinieren, die relativ gering miteinander korreliert sind. Man nennt diese Ansätze auch Multi-Themen-Strategien.

Für wen sind Multi-Asset-Strategien geeignet?

Ziel der Multi-Asset-Strategien sind generell aktienähnliche Erträge bei deutlich geringerem Risiko. Multi-Asset-Strategien sind deshalb für Anleger interessant, die grundsätzlich eher risikoarm investieren, aber nach einer Brücke in risikobehaftete Anlagen suchen, ohne das volle Risiko von reinen Aktieninvestments oder anderen Risikoassets nehmen zu wollen. Zur Zielgruppe gehören beispielsweise institutionelle Anleger, die in der Vergangenheit auf traditionelle Balanced Portfolios gesetzt haben, aber auch Vermögensverwaltungen, das Private Banking von Banken oder Family Offices. Multi-Asset-Fonds können in manchen Fällen eine Alternative zu einer individuellen Vermögensverwaltung darstellen. Dabei ist die Entscheidung für die „richtige“ Multi-Asset-Strategie, die die Risikotragfähigkeit und die Investmentziele widerspiegelt, allerdings ein sehr aufwändiger Prozess, da der Markt sehr heterogen und etwas intransparent ist.

Große institutionelle Anleger konzentrieren sich auf ihre strategische und taktische Asset Allocation und investieren so in ihr eigenes Multi-Asset-Portfolio. Für diese Anlegergruppe scheinen Multi-Asset-Strategien auf den ersten Blick wenig interessant. Dennoch finden diese Anlageklassen auch dort durchaus Verwendung. Einerseits als diversifizierende Ergänzung eigener Asset Allocation-Entscheidungen, andererseits als liquide Beimischung für taktische Asset Allocation-Maßnahmen.

Lazard Patrimoine-Plattform

Lazard ist seit vielen Jahren Anbieter im Bereich Multi-Asset-Strategien und verfügt über verschiedene Plattformen, über die spezielle Ideen und kundenspezifische Lösungen umgesetzt werden können. Eine Plattform mit einer langen Historie und einer Fülle von verfügbaren Publikumsfonds mit langem Track Record ist die Lazard Patrimoine-Plattform, die von Paris aus gemanagt wird.

Ein stringenter und nachvollziehbarer Investmentprozess bildet das Herzstück des Managements aller unserer verschiedenen Multi-Asset-Strategien, auch wenn es um spezifische auf den jeweiligen Kunden zugeschnittene, passgenaue Lösungen geht.⁸

Lazard konzentriert sich bei den Assetklassen dabei auf eine begrenzte Zahl von liquiden Assetklassen, nämlich auf die

Aktien- und Rentenmärkte und die Segmente dieser Märkte, für die Lazard ein eigenes Fondsmanagement hat. Dies führt aus unserer Sicht zu einer ausgeprägten Streuung. Auf der Aktienseite wird in europäische, globale und Emerging Markets-Aktien investiert, auf der Rentenseite finden eine Vielzahl von Segmenten Verwendung bis hin zu Nachranganleihen, Wandelanleihen und Emerging Markets-Anleihen.

Die Philosophie ist es, zwar breit zu diversifizieren, aber sich doch auf die Assetklassen zu konzentrieren, die man wirklich beherrscht. Viele Multi-Asset-Manager streuen in zahlreiche Assetklassen außerhalb der eigenen Kernkompetenz, das bedeutet unserer Meinung nach aber nicht unbedingt eine bessere Performance und schon gar nicht weniger Risiko. Eine übertriebene Streuung in eine Vielzahl von (dem Manager selbst fremden) Assetklassen kann nämlich Komplexität und Intransparenz mit unerwünschten Nebeneffekten erzeugen. Nur wenn der Manager sich auf die Dinge konzentriert, die er (oder seine Kollegen) beherrschen, kann er die Risiken kontrollieren. Nur klare und einfache Lösungen sind risikoarme Lösungen.⁹

Kern des Lazard-Investmentprozesses ist eine stringente strategische Asset Allocation, die auf Fundamental- und Makroanalyse basiert (Top Down-Ausrichtung). Dabei versucht man, die Phase im Konjunkturzyklus zu erkennen und davon die Ertrags- und Risikoerwartungen der Assetklassen und die optimale Asset-Gewichtung (in Abhängigkeit von den Zielen des Kunden) herzuleiten. Diese mittelfristig angelegten Entscheidungen sollen die Performance in allererster Linie generieren. Kurzfristig angelegte taktische Eingriffe im Rahmen des Risikomanagements (Lazard nutzt ein VaR-Konzept) und zum Ausnutzen kurzfristiger Fehlbewertungen im Markt sind zwar unvermeidlich, müssen aber möglichst begrenzt werden, weil sie auf lange Sicht häufig nicht von Vorteil sind. Ergänzt wird der Prozess durch einen automatischen Risikoreduktionssicherungsmechanismus, der dann einsetzt, wenn Lazard irrationale Marktbewegungen identifiziert.

Lazard versucht, wo immer möglich, in attraktive Einzeltitel zu investieren (fundamental getrieben, Bottom Up-Ausrichtung), den Anteil von Derivaten gering zu halten und nur bei kleinen Investments in Teilsegmente der Allokation Fonds zu verwenden, bis die Investmentgröße groß genug ist, um auf Einzeltitelselektion zu setzen.

Die Asset Allocation der Strategien erfolgt durch das Economic Research-Team, während die Auswahl von Aktien und Anleihen von den auf diese Marktsegmente spezialisierten Teams vorgenommen wird. Diese doppelte Teamarbeit ermöglicht es, die gesamte Investmentexpertise von Lazard zu nutzen und mit den ESG-Kriterien zu bündeln, die mit dem französischen SRI-Label („Socially Responsible Investment“) verbunden sind.

Besonders hervorzuheben ist außerdem der große Spielraum bei der Durationspositionierung, welcher auch eine negative Duration zulässt. Gerade in dem für (fast) alle Assetklassen schwierigen Jahr 2022, lieferten die Lazard Patrimoine-Plattform ein positives Ergebnis. Grund hierfür ist die negative Durationspositionierung, die es ermöglichte, von den starken Zinsanstiegen zu profitieren.

Von der Patrimoine-Plattform sind in Deutschland insbesondere zwei Strategien von Interesse, da zu diesen auch Publikumsfonds zugelassen sind: die Lazard Patrimoine Opportunities SRI- und die Lazard Patrimoine SRI-Strategie.

Beide unterscheiden sich nach der grundsätzlichen Risikoausrichtung und den Anlagezielen, die die strategische Gewichtung von risikoarmen und risikobehafteten Assetklassen vordefinieren (vgl. Abbildung 9).¹⁰

So ist beispielsweise die Lazard Patrimoine Opportunities SRI-Strategie deutlich risikoorientierter als die Lazard Patrimoine SRI, welche man eher als „ausgewogen“ bezeichnen könnte. Lazard konnte mit diesen Ansätzen in den letzten Jahren äußerst kompetitive Ergebnisse erzielen und im Peer Group-Vergleich vordere Plätze belegen (vgl. Abbildung 10).

Abbildung 9: Taktische Spielräume Patrimoine SRI- und Patrimoine Opportunities SRI-Strategie



Aktien-Spektrum	Patrimoine	
	Patrimoine SRI	Patrimoine Opportunities SRI
<input checked="" type="checkbox"/> Alle Kapitalisierungen		
<input checked="" type="checkbox"/> Small Caps	(max 10%)	(max 20%)
<input checked="" type="checkbox"/> Europa und/oder global		
<input checked="" type="checkbox"/> Emerging Markets	(max 10%)	(max 20%)

Anleihen-Spektrum	Patrimoine	
	Patrimoine SRI	Patrimoine Opportunities SRI
<input checked="" type="checkbox"/> Staatsanleihen	(0% - 100%)	(0% - 100%)
<input checked="" type="checkbox"/> Unternehmensanleihen	(0% - 100%)	(0% - 100%)
<input checked="" type="checkbox"/> High Yield-Anleihen	(0% - 50%)	(0% - 50%)
<input checked="" type="checkbox"/> Wandelanleihen	(0% - 25%)	(0% - 25%)
<input checked="" type="checkbox"/> CoCos	(0% - 20%)	(0% - 20%)

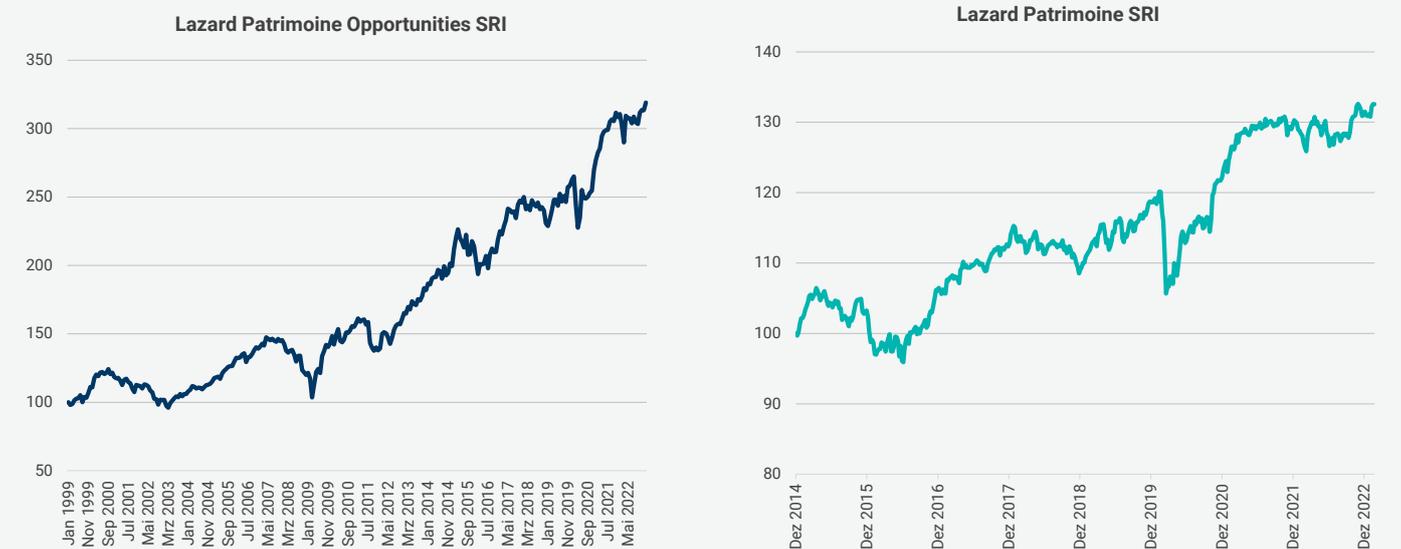
Investment-Vehikel	Patrimoine	
	Patrimoine SRI	Patrimoine Opportunities SRI
<input checked="" type="checkbox"/> Direktinvestitionen		
<input checked="" type="checkbox"/> Börsennotierte Derivate		
<input checked="" type="checkbox"/> UCITS	(max 10%)	(max 10%)

Weitere Informationen finden Sie auf Anfrage bei der Gesellschaft oder sind auf der Website www.lazardassetmanagement.com/ www.lazardfreresgestion.fr erhältlich.

Stand: Februar 2023

Quelle: Lazard

Abbildung 10:
Lazard Patrimoine Opportunities SRI/Lazard Patrimoine SRI



Stand: 22. Februar 2023; die Daten zeigen die Wertentwicklung der repräsentativen Accounts.

Quelle: Refinitiv Datastream

Zusammenfassung

Mittlerweile haben die Renditen am Rentenmarkt wieder attraktive Niveaus erreicht. Nach vielen Jahren betrachten Anleger Aktien nicht mehr als einzige Ertragsoption. Daher erleben Balanced-Mandate bzw. Multi-Asset-Ansätze, die lange als Auslaufmodell verschrien waren, derzeit eine wahre Renaissance.

Das Neue bei Multi-Asset-Strategien im Vergleich zu den bereits seit Jahrzehnten im Einsatz befindlichen Balanced-Fonds ist, dass i. d. R. mehr als zwei Assetklassen im Anlageuniversum der Strategie berücksichtigt werden (können), dass die einzelnen Assetklassen viel stärker regional oder über Risikofaktoren diversifiziert werden und dass den Asset Allocation-Entscheidungen zwischen den Anlageklassen eine größere Bedeutung zukommt als in den traditionellen Balanced-Portfolios. Diese Asset Allocation-Entscheidungen werden bei Multi-Asset-Strategien bewusst dem Fondsmanager übertragen.

Das Argument, das für diese Multi-Asset-Strategien spricht, ist in allererster Linie der Vorteil der Diversifizierung gemäß der Kapitalmarkttheorie. Wenn der Anleger mehrere Assets oder Assetklassen in einem Fonds mischt, die untereinander eine Korrelation (deutlich) unter 1 haben, sinkt durch die Mischung das Risiko des Investments, ohne dass der Investor (wesentlich) Ertrag aufgeben muss. „Richtige“ Diversifikation ist sozusagen kostenlos.

Die Risikoreduzierung durch Diversifizierung ist besonders ausgeprägt, wenn die Korrelation zwischen den Assets bzw. Assetklassen nahe Null oder negativ ist. Durch das Ausnutzen der Vorteile der Diversifikation von Assetklassen und Assets können Anleger über Multi-Asset-Ansätze unterschiedliche Ziele verfolgen. Die klassische Zielvorstellung von Multi-Asset-Strategien ist das Erreichen aktienähnlicher Erträge mit deutlich reduzierter Volatilität. Je nach Ausrichtung der Multi-Asset-Strategie kann es aber auch um das Ziel der Erreichung eines festen absoluten Ertrags in rollierenden Zeitabschnitten (Total Return) oder um einen Mehrertrag zu klassischen Renten- oder Geldmarktanlagen bei enger Kontrolle des Risikos (z. B. Multi-Credit-Strategien) gehen.

Multi-Asset-Strategien sind nicht so einfach vergleichbar wie beispielsweise europäische Aktienfonds oder globale Rentenfonds. Will man diese Strategien anhand von Benchmarks messen oder Peer-Group-Vergleiche anstellen, muss man tiefer ins Detail gehen und (homogene) Gruppen von Strategien unterscheiden. Die einzelnen Strategien unterscheiden sich nach dem zulässigen Anlageuniversum, den verwendeten Anlageinstrumenten, den Anlagezielen, der Art der Allokationsentscheidung sowie nach der Basis der Diversifikation.

In den letzten Jahren war festzustellen, dass die Performance der verschiedenen Multi-Asset-Manager angesichts des vielfältigen Entscheidungsspielraums der Manager gewaltig auseinanderlief. Das Managen von Multi-Asset-Portfolios ist die „große Schule“ der Vermögensverwaltung, bei der nicht

jeder Manager (immer) erfolgreich sein kann. Eine sorgfältige Auswahl des „richtigen“ Managers ist für den Anleger daher Grundvoraussetzung für eine erfolgreiche Implementierung. Dabei ist insbesondere auf die Kosten zu achten. Multi-Asset-Fonds gehören nicht zu den preisgünstigen Angeboten der Asset Management-Industrie.

Zur Zielgruppe von Multi-Asset-Strategien gehören institutionelle Anleger, die in der Vergangenheit auf traditionelle Balanced-Portfolios gesetzt haben, aber auch Vermögensverwaltungen, das Private Banking von Banken oder Family Offices. Multi-Asset-Fonds können in manchen Fällen eine Alternative zu einer individuellen Vermögensverwaltung darstellen. Aber auch große institutionelle Anleger nutzen Multi-Asset-Fonds für taktische Asset Allocation-Entscheidungen.

Lazard ist seit vielen Jahren Anbieter im Bereich Multi-Asset-Strategien und verfügt über verschiedene Plattformen, über die spezielle Ideen und kundenspezifische Lösungen umgesetzt werden können. Eine Plattform mit einer langen Historie und einer Fülle von verfügbaren Publikumsfonds mit langem Track Record ist die Lazard Patrimoine-Plattform, die von Paris aus gemanagt wird. Ein stringenter und nachvollziehbarer Investmentprozess bildet das Herzstück des Managements der Multi-Asset-Strategien der Patrimoine-Plattform.

Verfasserin: Desiree Sauer
E-Mail: desiree.sauer@lazard.com

Verfasser: Werner Krämer
E-Mail: werner.kraemer@lazard.com

Literaturverzeichnis

¹ Fachgespräch: Multi-Asset-Strategien – Schlüssel zur optimalen Allokation in jeder Marktphase?, portfolio platform, Multi Asset, Mai 2011; Diverse Autoren: Multi-Asset: Das Comeback flexibel anlegender Mischfonds, portfolio international, Im Fokus, 02-2015.

² H. Dichtl: Multi-Asset – die hohe Schule des Investierens, portfolio institutionell, Statement, April 2019, S. 3.

³ H. Garz / S. Günther / C. Moriabadi: Portfolio-Management, Theorie und Anwendung, 1998, S. 17-69.

⁴ G. Hansmann / M. Fechner: Multi-Asset Credit versus Private Debt im institutionellen Portfolio, Absolutreport, 02-2019, S. 20-27.

⁵ L. Cao: Managing Multi-Asset Strategies, CFA Institute, White Paper, März 2016; nn: Multi-Asset Strategies – The Choices Available, A Guide, Mercer White Paper, Oktober 2014; Diverse Autoren, Multi-Asset Strategies, The Journal of Portfolio Management, Special Issue, Dezember 2018.

⁶ F. Kula / M. Schuller: Risk Parity – riskante blinde Flecken, Panthera Solutions, PSC # 13/12; Bridgewater: Risk Parity is about Balance, Bridgewater White Paper, 2011.

⁷ T. Roncalli: Risk Parity Portfolios with Risk Factors, Clark University White Paper, September 2012; C. Lehr: Multi Asset auf Basis von Risikoprämien geht neue Wege, portfolio institutionell, Statement, April 2019, S. 10-11.

⁸ T. Nitschke: Multi Asset en detail, portfolio institutionell, Statement, April 2019, S. 5-6.

⁹ M. Groues / J. Nouen: Lazard Patrimoine, Lazard Frères Gestion, Konzeptpräsentation, 31. Dezember 2022, nn: Konzentriertes Investieren über Assetklassen, Capital Group Newsletter, 17.10.2018; I. Narat: Wie schnell Geld verloren geht, Handelsblatt, Private Geldanlage, 25.4.2019, S. 32-33.

¹⁰ M. Groues / J. Nouen: Lazard Patrimoine, Lazard Frères Gestion, Strategiepräsentation Lazard Patrimoine SRI und Strategiepräsentation Lazard Patrimoine Opportunities SRI, 31. Dezember 2022.

Weitere Lazard Publikationen

Viewpoint January 2020

„Scandinavian Bonds – The „Ultimate“ Security“

Hintergrund März 2020

„Aufbau einer zusätzlichen Aktienquote in Zeiten niedriger Zinsen und boomender Märkte“

Hintergrund Mai 2020

„Emerging Markets Corporate Bonds“

Standpunkt September 2020

„Gold – Assetklasse für ein „Zeitalter der Angst“

Standpunkt Dezember 2020

„Going Global“ – ein erfolgreiches Konzept“

Hintergrund Februar 2021

Aktualisierung: „Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität“

Standpunkt April 2021

„Die Welt im Wandel – Investieren in die Zukunft“

Standpunkt Mai 2021

„Investmentrestriktionen, Risikobudgets und Anlageerfolg“

Hintergrund September 2021

„Die Kombination von Style-Investing und Quality-Investing – eine häufig übersehene Handlungsalternative am Aktienmarkt“

Hintergrund März 2022

„Wie wird Inflation berechnet?“

Hintergrund April 2022

„Wandelanleihen – Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität“

Hintergrund Mai 2022

„Auf die Größe kommt es an: Small Cap = Large Opportunity?“

Hintergrund September 2022

„Ruhe bewahren – auf Bären folgen Bullen“

Standpunkt November 2022

„Den Blick Richtung Norden: Nordic High Yield – Wo High Yield noch High Yield bedeutet“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardassetmanagement.com>

Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardassetmanagement.com

Neue Mainzer Straße 75
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29

LAZARD
ASSET MANAGEMENT