

Multi-Asset Income: Corona-Krise und anschließende Erholung



Die Besonderheiten unterschiedlicher Fondskonzepte treten vor allem in Krisenzeiten markant hervor. Die Ratingagentur Scope hat das Verhalten von Multi-Asset Income-Fonds in der aktuellen und in vergangenen Krisen untersucht. Diese Auswertung knüpft an die Auswertung vom Herbst 2019 an: [Multi-Asset Income-Fonds – Alternative zu traditionellen Sparprodukten?](#)

Die Covid-19-Krise hat nach vielen Jahren steigender Kapitalmärkte im März dieses Jahres zu den massivsten Marktkorrekturen seit Jahrzehnten geführt. Doch so erstaunlich rasch der Einbruch verlaufen sein mag, umso überraschender war für viele Marktteilnehmer die Geschwindigkeit der Erholung an den Kapitalmärkten.

Scope hat die jüngsten Entwicklungen zum Anlass genommen, um zu untersuchen, welche Auswirkungen die Krisen seit 2008 auf die Wertentwicklung von Multi-Asset Income-Fonds hatten. Dabei wurde auch ein Vergleich zu Absolute Return- und Total Return-Fonds (AR/TR) gezogen. Wichtig für das Verständnis des strukturellen Verhaltens der beiden Produktkategorien ist dabei auch, wie stark diese von der Markterholung nach den Kurseinbrüchen profitieren konnten.

Für die Untersuchung hat Scope zwei Peergruppen gebildet und untersucht. Zum einen sämtliche Multi-Asset Income-Fonds, die in Deutschland zum Vertrieb zugelassen sind: 55 Fonds mit einem Vermögen von rund 96 Mrd. Euro, zu denen unter anderem Flaggschiffe wie der JPM Global Income, Allianz Income and Growth und Invesco Pan European High Income gehören. Die zweite Gruppe umfasst 85 AR/TR-Produkte mit einem aggregierten Volumen von 31 Mrd. Euro. Prominente Vertreter diese Gruppe sind zum Beispiel der DWS Concept Kaldemorgen oder Standard Life Global Absolute Return Strategies Fund.

Zum Hintergrund: Während Multi Asset Income-Fonds das primäre Ziel haben, konstant hohe Ausschüttungen zu erzielen, verfolgen AR/TR-Konzepte die Generierung einer marktunabhängigen stetigen Wertentwicklung bei zugleich geringer Volatilität und Drawdowns. Ein weiterer wesentlicher Unterschied: Multi-Asset Income-Strategien weisen ein strukturell höheres und tendenziell stabileres Beta auf, um attraktive laufende Erträge erzielen zu können.

Das Ergebnis der Auswertung: Multi-Asset Income-Fonds in 10 von 12 Jahren vorn

In akuten Krisenphasen zeigte sich stets ein ähnliches Muster: AR/TR-Fonds konnten im Durchschnitt Verluste besser begrenzen als Multi-Asset Income-Fonds, wenngleich auch sie zwischenzeitliche Verluste meist nicht ganz vermeiden konnten. An den in der Regel zügig einsetzenden Erholungsphasen partizipierten sie jedoch in deutlich geringerem Umfang als Multi-Asset Income-Fonds. Über die vergangenen 12 Jahre führt das zu folgenden Ergebnissen:

In 10 der vergangenen 12 Kalenderjahre (2008 bis 2019) erzielten Multi-Asset Income-Fonds im Durchschnitt eine bessere Wertentwicklung. Die größte Renditedifferenz bestand dabei im Jahr 2019: Multi-Asset Income-Fonds erzielten durchschnittlich 13,7%, während AR/TR-Produkte im vergangenen Jahr auf lediglich 4,4% kamen. (Hinweis: Hierbei handelt sich um eine gleichgewichtete Durchschnittsbetrachtung.)

Lediglich in den Jahren 2008 und 2018 performten Multi-Asset Income-Fonds im Durchschnitt schlechter als AR/TR-Produkte. Während 2018 die Renditedifferenz gering ausfiel (-4,0% zu -3,4%), war der Abstand im Krisenjahr 2008 signifikant (-18,2% zu -4,2%).

Bei einer aggregierten Betrachtung ergibt sich folgendes Bild: Von Januar 2008 bis Ende Mai 2020 haben Multi-Asset Income-Fonds im Durchschnitt eine Gesamtertragsrendite nach Kosten von 68% erzielt. Dem gegenüber stehen 19% für die Vergleichsgruppe der AR/TR-Fonds.

Lead Analyst

Manqing Sun
+49 69 87002 7499
m.sun@scopeanalysis.com

Redaktion / Presse

André Fischer
+49 30 27891 147
a.fischer@scopegroup.com

Business Development

Christian Michel
+49 69 6677389 35
c.michel@scopegroup.com

Geschäftsführung

Said Yakhoulfi
+49 69 6677389 32
s.yakhoulfi@scopegroup.com

Scope Analysis GmbH

Lennéstraße 5
10785 Berlin

Tel. +49 30 27891 0
Fax +49 30 27891 100
Service +49 30 27891 300

info@scopeanalysis.com
www.scopeanalysis.com

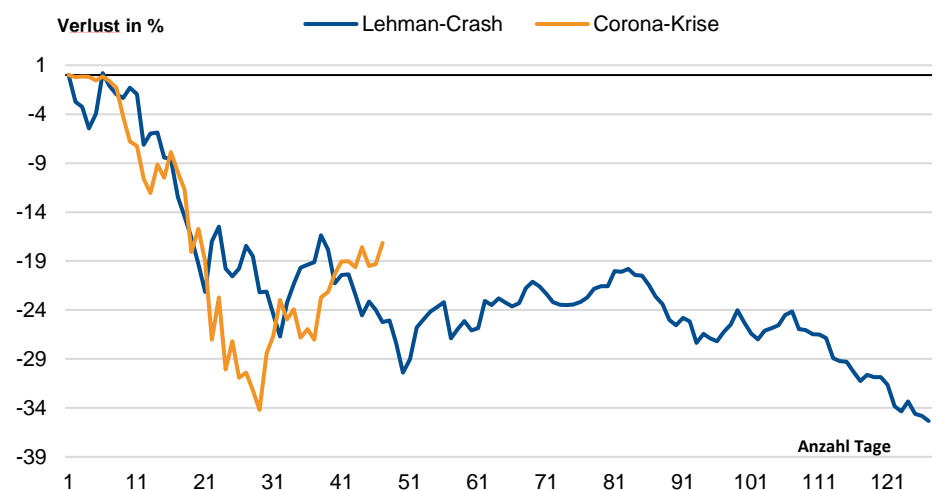
  Bloomberg: SCOP

Die neue Realität an den Kapitalmärkten im Zuge der Corona-Krise und die Auswirkungen auf Multi-Asset Income-Fonds

Performance und Risikoverhalten einzelner Assetklassen während der Marktkorrektur

Die Weltfinanzmärkte zeigten sich von den Folgen der Corona-Pandemie anfänglich relativ unbeeindruckt. Zwar wurde für viele Beobachter das Ausmaß der Corona-Krise spätestens mit den Ende Januar in der chinesischen Metropole Wuhan verhängten Ausgangssperren deutlich, dennoch tendierten die Börsen zunächst noch freundlich. Der globale Aktienindex MSCI World erreichte am 19. Februar dieses Jahres sogar ein neues Rekordhoch. Ebenfalls ein neues Allzeithoch verzeichnete der deutsche Leitindex Dax. Wie ist das zu erklären? Die meisten Anleger vermuteten, ähnlich wie bei der 2003 aufgetretenen Krankheit SARS, eher ein auf Asien beschränktes Ereignis mit allenfalls überschaubaren direkten Auswirkungen auf den Rest der Welt, wie etwa kurzzeitige Unterbrechungen der Lieferketten aus China. Reagiert haben die Börsen erst auf die überraschend schnelle Verbreitung des Virus in Europa, wo zuerst die italienische Regierung und dann auch die meisten übrigen Regierungen weitreichende Ausgangsbeschränkungen verhängten.

Abbildung 1: Korrektur des MSCI World während Corona-Krise (12.02.2020 bis 17.04.2020) und Lehman-Crash (12.09.2008 bis 09.03.2009)



Quelle: Scope Analysis

Was den jüngsten Abverkauf für die Investoren besonders schmerzhaft gemacht hat, war die Geschwindigkeit der Korrektur. Nachdem die Märkte zunächst wie erwähnt sehr zurückhaltend auf das Infektionsgeschehen reagiert hatten, folgte an vielen Börsen der schnellste bisher verzeichnete Einbruch. Innerhalb von nur 21 Handelstagen seit Erreichen des Allzeithochs wurde aus dem längsten Bullenmarkt der Geschichte ein Bärenmarkt – gemessen am MSCI World. Nach 29 Handelstagen wurde am 23. März an den Aktienmärkten mit einem Verlust von insgesamt 34% das bisherige Tief erreicht. Die Korrektur der Märkte fiel insofern deutlich stärker aus als der Kursrutsch nach der Pleite der US-Bank Lehman Brothers im September 2008.

Nach dem Tiefststand am 23. März gelang dem Aktienmarkt allerdings auch wieder eine enorme Aufwärtsbewegung um fast 33% (Stand: 30.6.). Zum Vergleich: Nach dem Lehman-Crash benötigte der globale Aktienmarkt insgesamt 126 Tage, um im März 2009 einen Boden zu finden.

Das Ausmaß der Panik der Investoren während der Korrektur lässt sich anhand des Volatilitätsindex VIX veranschaulichen. Der VIX übertraf zwischenzeitlich seinen während der Finanzmarktkrise erreichten Höchststand.

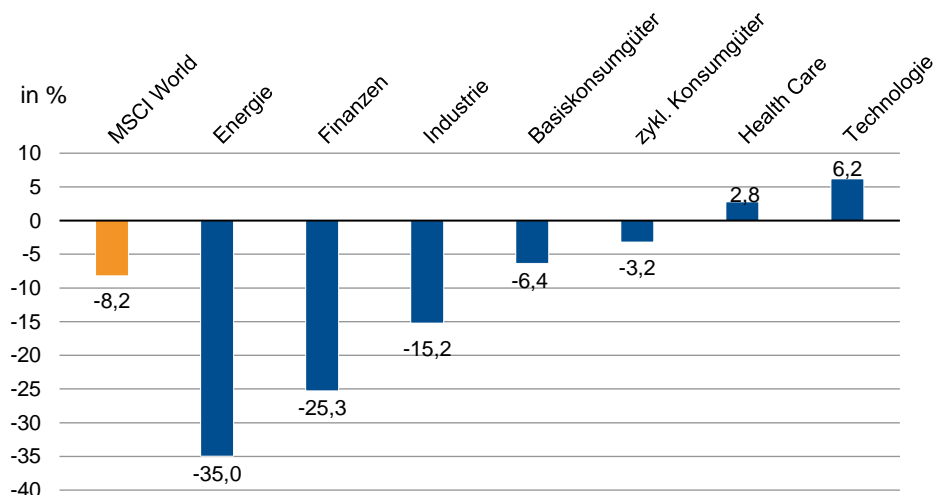
Abbildung 2: Volatilitätsindex VIX während Corona-Krise und Lehman-Crash



Quelle: CBOE

Von überragender Bedeutung in dieser Entwicklung waren aus Sicht der Investoren ein überlegenes Stock Picking und eine vorteilhafte Sektorauswahl. Während Unternehmen aus den Sektoren Energie, Finanzen und Industrie zu den größten Verlierern gehörten, entwickelten sich die Aktien von Pharmafirmen und Herstellern von Basiskonsumgütern relativ stabil. Auch Technologiewerte konnten sich dem Abverkauf teilweise komplett entziehen. Die Outperformance der Sektoren Pharma und Basiskonsum in Marktkorrekturphasen ist durchaus typisch. Das überdurchschnittliche Ergebnis von Technologieaktien erstaunt zunächst, da diese in der Regel ein relativ hohes Beta haben. Allerdings gelten viele Technologieunternehmen, wie etwa Online-Händler, Streaming-Anbieter oder Videokonferenzspezialisten in der Corona-Krise als Profiteure.

Abbildung 3: Performance der einzelnen Sektoren im MSCI World NR EUR (31.12.2019 bis 31.05.2020)

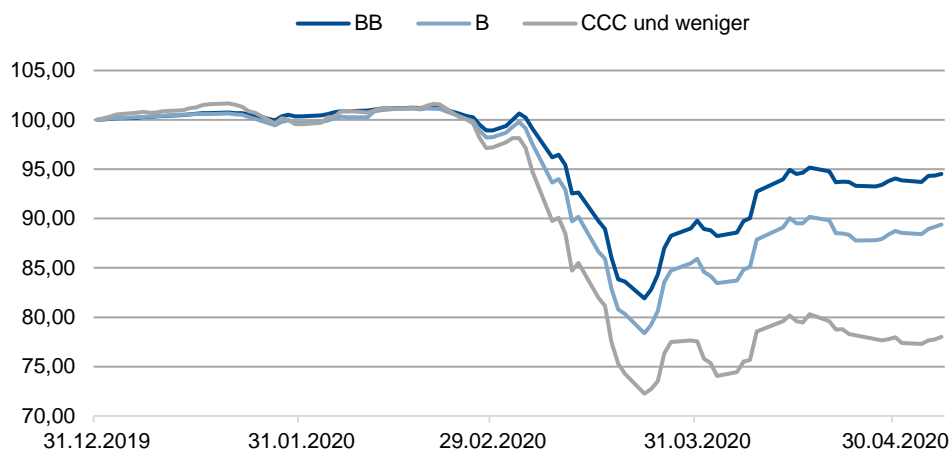


Quelle: Scope Analysis

Auch die Anleihemärkte blieben von der Corona-Krise nicht unbehelligt. Während zwischenzeitlich selbst US-Staatsanleihen oder deutsche Bundesanleihen nicht mehr als „sichere Häfen“ funktionierten, erlitten die aufgrund ihrer hohen Renditen bei Multi-Asset Income-Fonds im Fokus stehenden Corporate und High Yield Bonds besonders starke Verluste.

Am stärksten war der Verkaufsdruck bei niedrig gerateten High Yield Bonds. Mit CCC und darunter bewertete Papiere verloren in der Spitze gegenüber dem Jahresbeginn fast 28% und damit deutlich mehr als Anleihen mit besserem Rating. Interessanterweise gewannen sie während der Markterholung nach dem Tiefststand am 23. März auch deutlich weniger stark hinzu. Dies hängt offensichtlich mit dem hohen Anteil von Ölfirmen im niedrigsten Ratingsegment zusammen. So setzte sich der Verfall des Ölpreises im Gegensatz zu anderen Marktsegmenten auch nach der Erholung der Aktien- und Anleihemärkte zunächst unvermindert fort, was die Einnahmen von Energieunternehmen stark belastete.

Abbildung 4: Performance von US-High Yield Bonds nach Ratingsegmenten (indexiert)



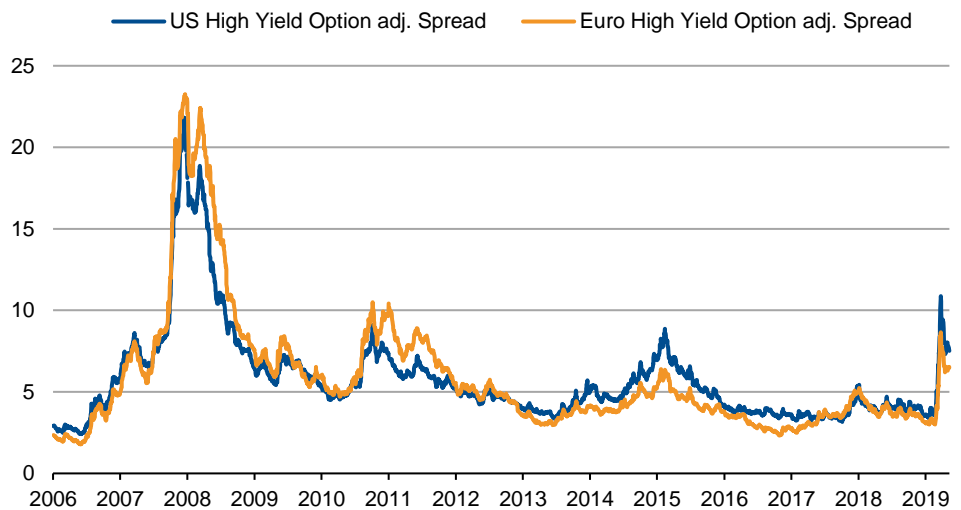
Quelle: Bloomberg

Ein Indikator für das Stresslevel an den Anleihemärkten ist der Spread, also der Zinsaufschlag verzinslicher Wertpapiere gegenüber Staatsanleihen bester Bonität. Bei starken Marktkorrekturen steigt der Spread parallel zum Preisverfall der Anleihen. Auch im jüngsten Abverkauf haben sich die Spreads deutlich ausgeweitet. Trotzdem lagen die während der Corona-Korrektur erreichten Spreads im High Yield-Segment noch deutlich unter den Niveaus zu Zeiten der globalen Finanzmarktkrise. Zudem haben sich die Risikoaufschläge seit ihrem Höchststand Ende März wieder deutlich verringert.

Während der VIX als „Angstindikator“ des Aktienmarktes wie erwähnt in der Corona-Krise sogar den während der Finanzmarktkrise erreichten Stand übertroffen hat, blieb das Stressniveau am High Yield-Markt gemessen an den Spreads bisher deutlich unter den 2008-2009 erzielten Niveaus. Erklären lässt sich dies unter anderem mit der beispiellosen monetären Unterstützung der Märkte durch die Zentralbanken.

So hat die US-Fed bereits Ende März 2020 das größte monetäre Stimulusprogramm der Geschichte aufgelegt. Dieses sieht der Zeit und Höhe nach unlimitierte Bondkäufe vor. Erstmals werden zudem auch Unternehmensanleihen in die Käufe einbezogen. Die Fed hat damit deutlich schneller reagiert als nach dem Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Brothers.

Abbildung 5: High Yield-Spreads in den USA und in Europa



Quelle: Bloomberg

Ein entscheidender Vorteil von Multi-Asset-Fonds liegt darin, dass sie in mehrere Anlageklassen investieren, durch Diversifikation ein besseres Chance-Risiko-Profil des Portfolios erzielen können und flexibel je nach Einschätzung der Marktlage das Gewicht risikoreicherer bzw. defensiver Anlageklassen variieren können.

Entscheidend für eine erfolgreiche Diversifikation und die damit angestrebte höhere Sharpe-Ratio sind allerdings niedrige bzw. sogar negative Korrelationen der Assetklassen untereinander. Eine Scope-Auswertung verschiedener Peergroups über einen längeren Zeitraum belegt zwar die grundsätzlich niedrige Korrelation zwischen Aktien und Anleihen. Allerdings fällt bei dem insbesondere für Income-Fonds so wichtigen High Yield-Segment die Korrelation zu den anderen Assetklassen deutlich höher aus als bei Investment Grade Bonds.

Abbildung 6: Korrelationen von Assetklassen anhand von Scope Fonds-Peergroups

Peergroup Korrelation (Jan. 2000 - Mar. 2020)											
	Aktien Asien ex JP	Aktien USA	Aktien Europa	Aktien EM	Aktien Global	Bond APAC ex JP	Bond EU	Bond US	Bond Global IG	Bond Global HY	Bond EM
Aktien Asien ex JP	1,0										
Aktien USA	0,8	1,0									
Aktien Europa	0,8	0,8	1,0								
Aktien EM	1,0	0,8	0,8	1,0							
Aktien Global	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0						
Bond APAC ex JP	0,5	0,5	0,3	0,4	0,4	1,0					
Bond Europa	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	1,0				
Bond US	0,3	0,4	0,1	0,2	0,3	0,9	0,2	1,0			
Bond Global IG	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,8	0,6	1,0		
Bond Global HY	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,7	1,0	
Bond EM	0,7	0,6	0,6	0,7	0,6	0,8	0,6	0,6	0,7	0,8	1,0

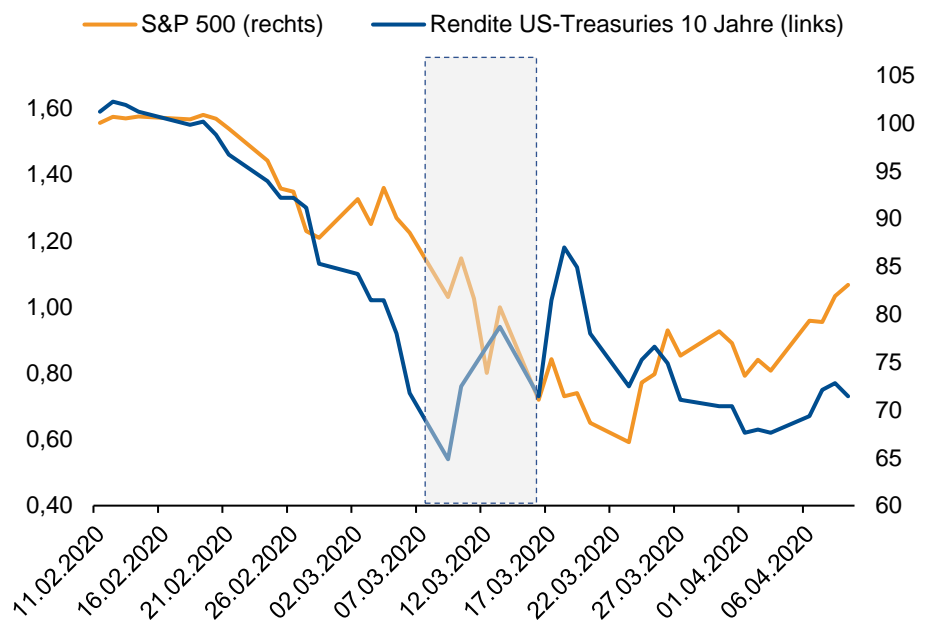
Quelle: Scope Analysis

Besonders aufschlussreich ist die Betrachtung der Korrelationen während einer Marktkorrektur. Denn bei Multi-Asset-Fonds soll der Effekt einer Korrektur bei riskanteren Assetklassen durch einen positiven Beitrag defensiver Anlageklassen vermindert werden. Einem Kurseinbruch an den Aktienmärkten steht typischerweise eine starke Outperformance von Staatsanleihen höchster Bonität gegenüber. Tatsächlich lässt sich auch für die Corona-Krise zu Beginn der Korrektur die Flucht in „sichere Häfen“ belegen (siehe

Abbildung 7). So sind von Februar bis Anfang März die Renditen von US-Staatsanleihen auf historische Tiefststände von weit unter 1% gefallen. Interessant, aber nicht untypisch, ist die Entwicklung in der Phase der Korrektur ab der zweiten Märzwoche: Für rund zwei Wochen waren Aktien und US-Treasuries stark positiv korreliert. Im Gegensatz zu der vorherigen Phase gaben die Preise dieser zwei Anlageklassen gleichermaßen nach. Diese Entwicklung ist mit dem erhöhten Liquiditätsbedürfnis der Investoren in dieser Marktphase zu erklären.

Dass das „Zusammenlaufen“ der Korrelationen der einzelnen Assetklassen nicht nachhaltig war, zeigt die Entwicklung ab der zweiten Märzhälfte: Die Kurse der US-Treasuries stabilisierten sich zu diesem Zeitpunkt, während die Aktienmärkte zunächst weiter fielen.

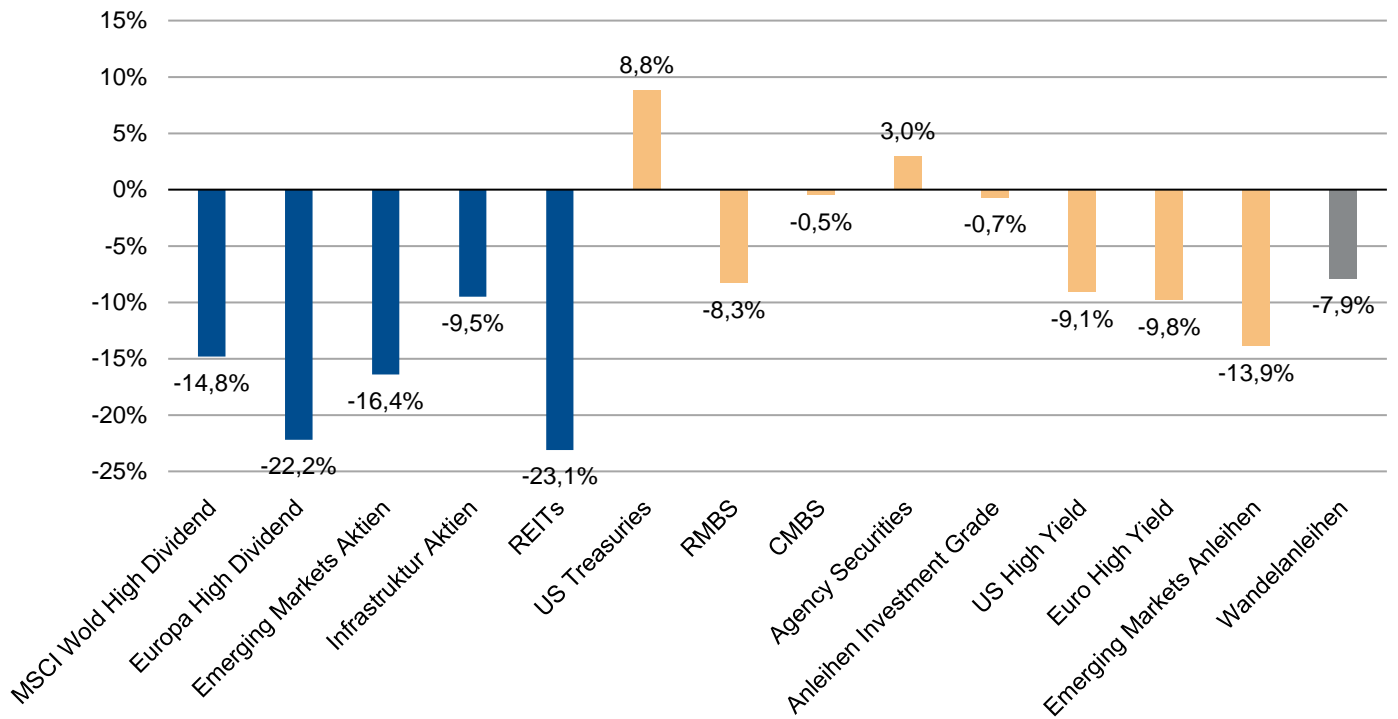
Abbildung 7: Entwicklung von Assetklassen in der „Corona-Korrektur“



Quelle: Federal Reserve Economic Data

Wie sich die für Multi-Asset Income-Fonds relevanten Anlageklassen im bisherigen Jahresverlauf geschlagen haben, zeigt Abbildung 8. Am meisten haben europäische Dividendenwerte sowie REITs unter dem Abverkauf gelitten, während US-Treasuries letztendlich von ihrem Status als „sicherer Hafen“ und der Stärke des US-Dollars profitierten.

Abbildung 8: Entwicklung der verschiedenen Assetklassen von 31.12.2019 bis 30.04.2020 (in Euro)



Quelle: J.P. Morgan Asset Management, Bloomberg

Scope Analyse zu Multi-Asset Income-Fonds im Umfeld der Corona-Krise

Performance von Multi-Asset Income-Fonds in der Korrektur und der anschließenden Erholung

Die Kurseinbrüche an den Kapitalmärkten während der Corona-Krise im März 2020 werfen die Frage auf, wie sich in dieser Phase Multi-Asset Income-Fonds verhalten haben, die einen strukturellen Schwerpunkt in höherrentierlichen Assets aufweisen – insbesondere Dividendenaktien sowie Hochzins- und Schwellenländeranleihen.

Scope hat in diesem Zusammenhang das Abschneiden von Multi-Asset Income-Fonds einerseits und Absolute Return- bzw. Total Return-Konzepten (AR/TR-Produkte) verglichen. AR/TR-Produkte weisen in der Regel eine höhere Variabilität hinsichtlich der Asset Allokation – speziell im Hinblick auf Risikoanlageklassen bzw. Einsatz von Leverage – auf, während Multi-Asset Income-Strategien trotz großen Spielraums in Bezug auf Anlageklassen ein strukturell höheres und tendenziell stabileres Beta aufweisen, um attraktive laufende Erträge erzielen zu können.

Dieses unterschiedliche Profil lässt ein deutlich abweichendes Verhalten der beiden Produktgattungen sowohl in der jüngsten Korrektur im Zuge der Corona-Krise als auch während der daran anschließenden, teils kräftigen Erholung höherrentierlicher Assets erwarten. Auch während Korrekturphasen der Vergangenheit sollten sich unterschiedliche Verhaltensmuster beobachten lassen.

Um auf möglichst breiter Grundlage entsprechende Aussagen treffen zu können, hat Scope umfassende Peergroups aus den beiden Kategorien Multi-Asset Income und Absolute/Total Return gebildet und deren Verhalten über den 12-jährigen Zeitraum seit der globalen Finanzkrise (2008) analysiert.

Für die Untersuchung hat Scope zwei Peerguppen (Composites) gebildet und untersucht. Zum einen sämtliche Multi-Asset Income-Fonds, die in Deutschland zum Vertrieb zugelassen sind. Insgesamt wurden 55 Fonds mit einem Vermögen von rund 96 Mrd. Euro, zu denen unter anderem Flaggschiffe wie der JPM Global Income, Allianz Income and Growth und Invesco Pan European High Income gehören, untersucht. Die zweite Gruppe umfasst 85 AR/TR-Produkte mit einem aggregierten Volumen von 31 Mrd. Euro. Prominente Vertreter diese Gruppe sind zum Beispiel der DWS Concept Kaldemorgen oder Standard Life Global Absolute Return Strategies Fund.

(Hinweis: Hierbei handelt sich um eine gleichgewichtete Durchschnittsbetrachtung.)

Abschneiden von Multi-Asset Income-Fonds und Absolute/Total Return-Produkten seit der Finanzkrise 2008

Die Analyse der von Scope gebildeten Peergroups für Multi-Asset Income-Fonds und für Absolute/Total Return-Produkte über die 12 Jahre seit der globalen Finanzmarktkrise fördert das signifikant unterschiedliche Rendite/Risiko-Profil der beiden Ansätze zutage.

Wie Abbildung 9 veranschaulicht, wurden Absolute/Total Return-Produkte 2008 von den drastischen Kurseinbrüchen bei Aktien – in erster Linie in den entwickelten Ländern – in weit geringerem Umfang in Mitleidenschaft gezogen als Mischfonds mit Income-Charakteristik. Diese litten zudem deutlich unter allgemein steigenden Risikoaufschlägen speziell bei US-Hochzinsanleihen.

Im Umfeld der Finanzkrise boten Absolute/Total Return-Ansätze eindeutig einen weit besseren Schutz gegen Kursrückgänge, wenngleich auch sie zwischenzeitliche Verluste meist nicht ganz vermeiden konnten, was je nach Leistungsversprechen der Anbieter für manchen Anleger überraschend kam.

Interessanterweise leisteten Absolute/Total Return-Produkte während der weniger ausgeprägten Korrektur im Jahr 2018 im Schnitt keine vergleichbare „Downside Protection“. Vielmehr büßten sie damals annähernd so stark an Wert ein wie Multi-Asset Income-Fonds. Ein generell deutlich überlegenes Abschneiden von Absolute/Total Return-Ansätzen bei Marktkorrekturen lässt sich demnach zumindest aus der Historie nicht ableiten.

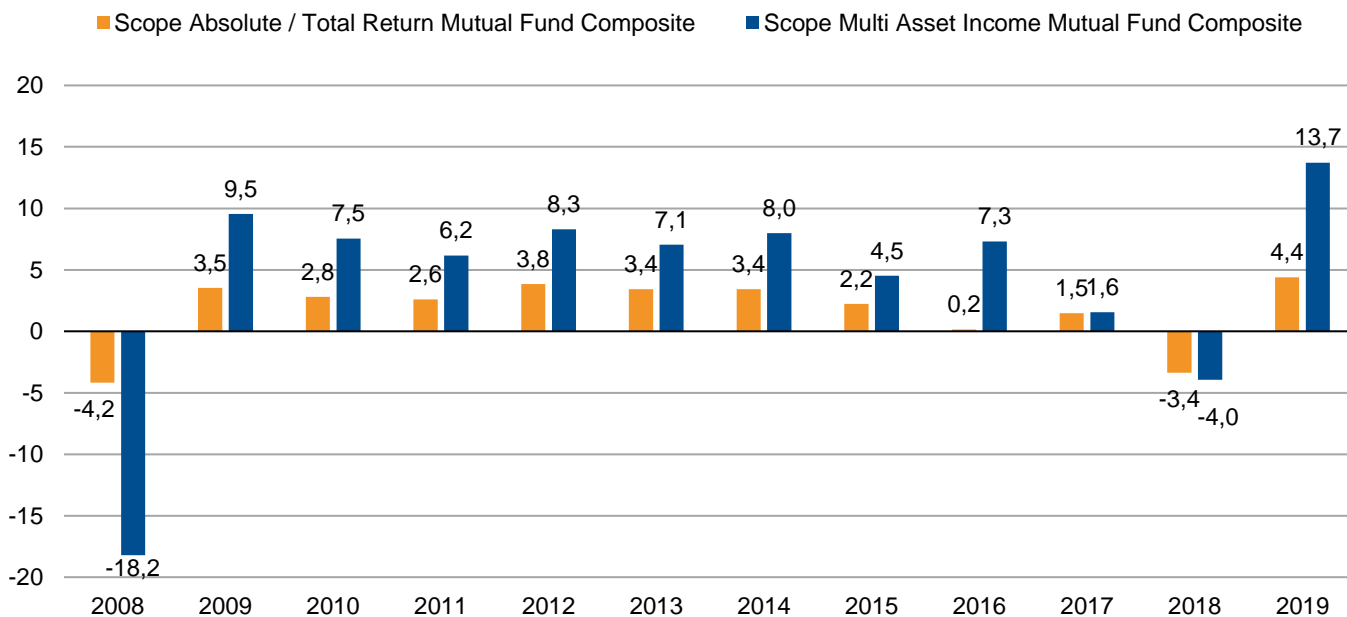
Wichtiger für das Verständnis des strukturellen Verhaltens der beiden Produktkategorien ist aber ein anderer Aspekt – und zwar: Wie stark können die Fonds von der Markterholung nach den Kurseinbrüchen profitieren? Hier ist das Bild mit Blick auf den Zeitraum seit der Finanzkrise eindeutig:

Während der langanhaltenden Börsenrally, die nach der Finanzkrise im März 2009 einsetzte, erzielten Multi-Asset Income-Strategien durchgängig wesentlich höhere Wertzuwächse als Absolute/Total Return-Ansätze. In jedem einzelnen Jahr von 2009 bis 2016 fiel der durchschnittliche Gesamtertrag von Multi-Asset Income-Produkten mindestens doppelt so hoch aus wie der von Absolute/Total Return-Fonds.

Dieser Befund lässt Rückschlüsse auf die strukturell nur begrenzte Fähigkeit von Absolute/Total Return-Produkten zu, ihr Beta opportunistisch an das Marktumfeld anzupassen. Ein Schlaglicht darauf wirft das Jahr 2016, als Absolute/Total Return von der nach wie vor anhaltenden guten Performance riskanter Assets nicht profitieren konnten und stattdessen vom Kurseinbruch „sicherer“ US-Staatsanleihen (sog. „Taper Tantrum“) überrascht wurden.

Auf den Aspekt des aktiven Managements des Portfolio-Beta geht der folgende Abschnitt mit Blick auf beide Produktgattungen näher ein.

Abbildung 9: Jährliche Performance von Multi-Asset Income-Fonds und AR/TR-Produkten seit 2008 in % (EUR)



Quelle: Scope Analysis

Risikomanagement bei Multi-Asset Income-Fonds und Absolute/Total Return-Produkten

Möglichkeiten und strukturelle Grenzen der Beta-Steuerung in volatilen Marktphasen

Das teilweise durchwachsene Bild, das Absolute/Total Return-Fonds (in ihrer Gesamtheit betrachtet) in den vergangenen 12 Jahren abgegeben haben, legt nahe, sich näher mit den Möglichkeiten und Grenzen der Risikosteuerung dieser Produktgattung zu beschäftigen.

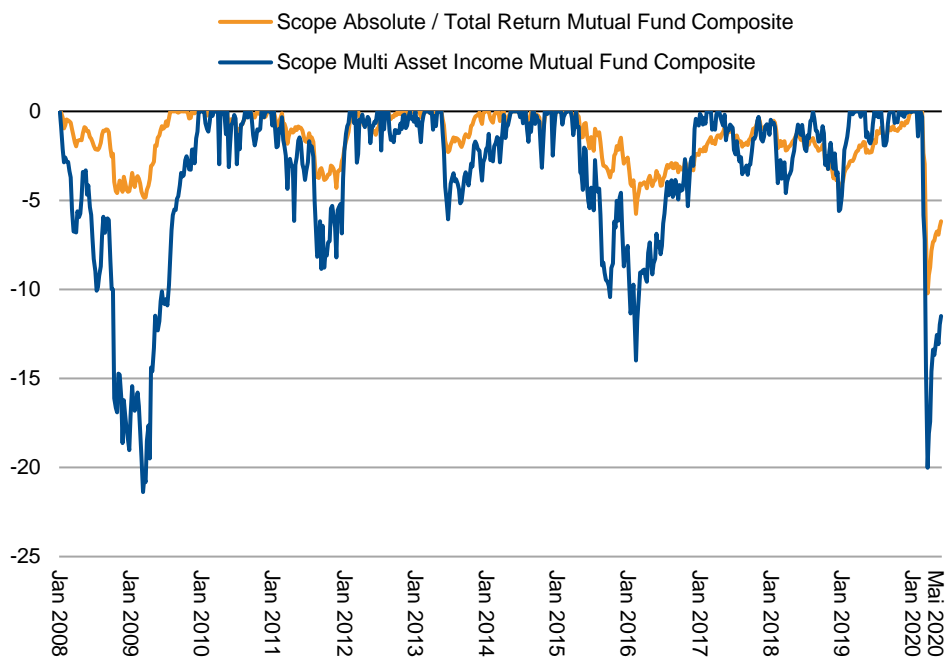
Oft erfolgt bei Absolute/Total Return-Strategien eine Anpassung an ein abrupt verändertes Marktumfeld derivativegestützt – also beispielsweise durch Herausnahme von Risiko durch gegenläufige Short-Positionen. Auch der physische Verkauf von riskanten Assets verbunden mit dem Halten deutlich erhöhter Liquiditätspositionen gehört zum typischen Instrumentarium.

Trotz der häufig weitreichenden Freiheitsgrade zum Einsatz solcher Techniken ist deren effektive Wirkung jedoch in der Praxis meist begrenzt. Das Hauptproblem ist dabei das richtige Timing, welches speziell im Hinblick auf die Verwendung von Short-Positionen zur Vermeidung von Kursverlusten eine überdurchschnittliche Prognosefähigkeit voraussetzt.

Da größere Abwärtsbewegungen an den Finanzmärkten häufig in ausgeprägten Schüben und nicht gleichmäßig über einen längeren Zeitpunkt erfolgen, kann es der Mehrzahl der Portfoliomanager kaum gelingen, rechtzeitig mittels Short-Positionen oder durch Umschichtung in negativ korrelierte Assetklassen einer Korrektur ganz auszuweichen. Das im Schnitt spürbar negative Ergebnis auch der meisten Absolute/Total Return-Strategien im Jahr der Finanzkrise (2008) ist ein Indiz für die auch bei hohen Freiheitsgraden faktisch begrenzten Möglichkeiten von Absolute/Total Return-Ansätzen zum Gegensteuern.

Da auch die Manager von Absolute/Total Return-Produkten wesentliche Wendepunkte am Markt kaum besser vorhersehen (oder schneller darauf reagieren) können als andere, durchlaufen sie Korrekturen letztlich ebenfalls mit einem gewissen (wenn auch geringeren) Beta.

Abbildung 10: Maximaler Verlust von Multi-Asset Income-Fonds und AR/TR-Produkten seit 2008 in %



Quelle: Scope Analysis

Zwar fahren Manager von Absolute/Total Return-Strategien ihr Beta in Erholungsphasen wieder hoch, doch sind ihnen auch hier durch das generelle Prognoserisiko und das Produktprofil Grenzen gesetzt. Selbst wenn einem Manager beim Turnaround das richtige Timing gelingt, bleibt ungewiss, wie weit die Erholungsbewegung läuft und wie lange sie anhält. Um die den Anlegern in Aussicht gestellten „absoluten“ – also möglichst vom allgemeinen Trend losgelösten – Erträge einigermaßen zuverlässig liefern zu können, muss gerade ein Absolute/Total Return-Produkt ab einem bestimmten Punkt sein Beta begrenzen, um sich nicht überhöhten Rückschlagsrisiken auszusetzen.

Dieses unvermeidliche „Abregeln“ des Risikos erklärt, weshalb Absolute/Total Return-Fonds auch bei länger anhaltenden – nach Ende der Finanzkrise sogar mehrjährigen – Erholungsphasen nur eine begrenzte Partizipation an Aufwärtstrends aufweisen.

Wie stellt sich demgegenüber das Bild bei Multi-Asset Income-Fonds dar? Zunächst mag der kräftige Wertrückgang in der von Scope gebildeten Peergroup im Jahr der Finanzkrise 2008 darauf hindeuten, dass in dieser Produktkategorie kein großer Wert auf die Risikobegrenzung gelegt wird.

Die Analyse der historischen Asset Allokation ausgewählter Multi-Asset Income-Strategien durch Scope liefert aber durchaus Belege für ausgeprägte Anpassungsmaßnahmen bei diesen Strategien in Situationen mit deutlich veränderter Risikobereitschaft an den Märkten.

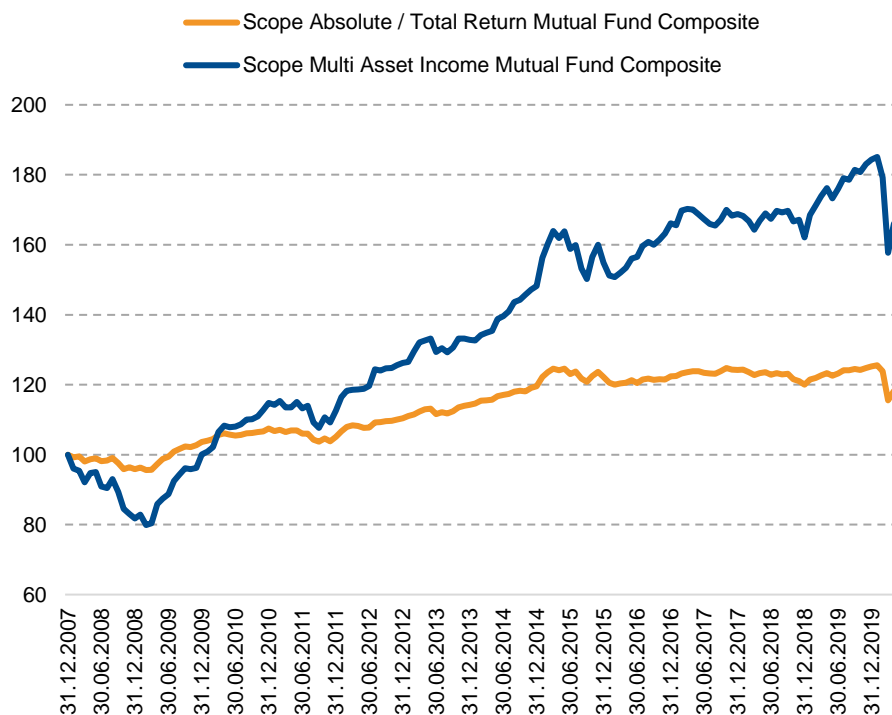
Zu beobachten war eine ganze Bandbreite von Reaktionen, darunter vor allem die Adjustierung der Aktien/Anleihen-Quote und im Hinblick auf Corporate Bonds eine übergreifende Anpassung des Credit Risks und der Spread Duration (oft bei weitgehendem

Festhalten an der Einzeltitelauswahl). Innerhalb der Aktienpositionen kam es häufig zu Umschichtungen zugunsten defensiverer Branchen oder weniger schwankungsanfälliger Kapitalisierungssegmente; im Rentenbereich wurde je nach Art der Korrektur auch die Duration verkürzt oder angehoben. Nicht zuletzt gehört auch die Anpassung der Liquiditätsquote zum grundsätzlichen Instrumentarium von Multi-Asset Income-Strategien.

Festzuhalten bleibt aber, dass das Ausmaß solcher Anpassungen bei Multi-Asset Income-Strategien jedoch im Vergleich mit Absolute/Total Return-Strategien geringer ausfällt und sie daher in aller Regel mit einem größeren Beta in eine Korrektur hineingehen als Absolute/Total Return-Produkte. Was auf den ersten Blick nachteilig erscheinen mag, birgt zugleich die Grundlage für das deutlich stärkere Profitieren von einer anschließenden Erholung – selbst in dem Fall, dass das Timing für eine Wiederanhebung des Betas nicht ideal ist.

Noch wichtiger ist jedoch, dass Multi-Asset Income-Strategien keinen vergleichbaren strukturellen Begrenzungen für die Heraufsetzung des Marktrisikos im Portfolio unterliegen wie Absolute/Total Return-Produkte. Das bedeutet, dass sie in länger anhaltenden Erholungsphasen mit niedriger Volatilität prinzipiell ihr Beta stärker anheben können, als dies Absolute/Total Return-Produkten möglich ist, ohne ihr Produktprofil zu gefährden.

Abbildung 11: Kumulierte Wertentwicklung von Multi-Asset Income-Fonds & AR/TR-Produkten seit Anfang 2008 in % (EUR)



Quelle: Scope Analysis

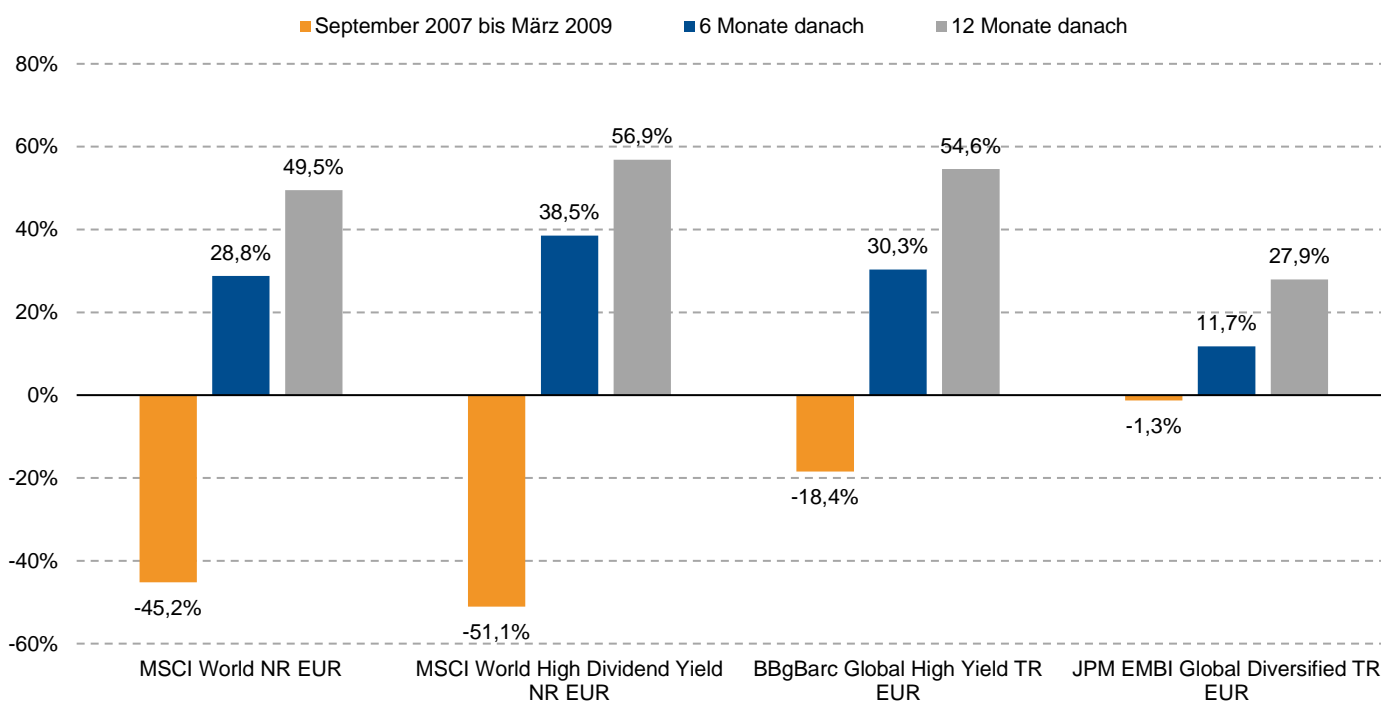
Chancen von Multi-Asset Income-Fonds in Recovery-Phasen

Rapides Tempo der Erholung und sich aktuell noch bietende Einstiegsgelegenheiten

Historisch folgten auf Einbrüche an den Finanzmärkten häufig ähnlich abrupte positive Trendwenden, die einen breit basierten Umschwung bei der Risikobereitschaft der Anleger widerspiegeln. Das rapide Tempo, mit dem sich typischerweise ein Crash und die anschließende Recovery vollziehen, lassen es angebracht erscheinen, in solchen Phasen starker Kursausschläge investiert zu bleiben, da andernfalls das Risiko besteht, einen später kaum noch aufholbaren Teil der Erholung zu verpassen.

Illustrieren lässt sich dies am Beispiel der Marktbewegungen während und nach der globalen Finanzkrise, hier am Beispiel von repräsentativen Indizes, die für typische Marktsegmente stehen, welche in Multi-Asset Income-Fonds vertreten sind:

Abbildung 12: Korrektur und Erholung von Marktsegmenten während und nach der Finanzkrise 2008



Quelle: Scope Analysis

Deutlich wird hier zum einen das Ausmaß der Kurseinbrüche in der „heißen“ Phase der Finanzkrise von Herbst 2008 bis Frühjahr 2009. Aktien büßten in diesem Zeitraum annähernd die Hälfte ihres Werts ein. Auffallend ist, dass dividendenstarke Aktien vom Ausverkauf an den Börsen noch stärker betroffen waren als der breite Markt. Dies spiegelte die Skepsis der Anleger in Bezug auf bestimmte Sektoren wie Banken und Ölproduzenten wider, deren Gewinnaussichten sich strukturell besonders verschlechtert hatten bzw. im Umfeld eines globalen Konjunkturerinbruchs besonders ungewiss erschienen.

Zum anderen, in deutlich geringerem, aber dennoch schmerzhaften Ausmaß waren Einbußen auch bei Unternehmensanleihen – speziell bei hochverzinslichen Papieren – zu verzeichnen. Markant ist, dass dort bereits in den sechs Monaten nach Erreichen des Kurstiefststands die weitreichendste Erholung gelang. Auffallend auch, dass im selben

Zeitraum auch die Notierungen von Schwellenländeranleihen nach oben schossen, obwohl Anlagen in den Emerging Markets kaum von der Finanzkrise in Mitleidenschaft gezogen worden waren.

Zu erklären ist der überproportionale Kursschub in den beiden Anleihensegmenten damit, dass sich ihre relative Attraktivität trotz relativ hohen Risikos infolge der drastischen Zinssenkungen der internationalen Notenbanken stark verbessert hatte.

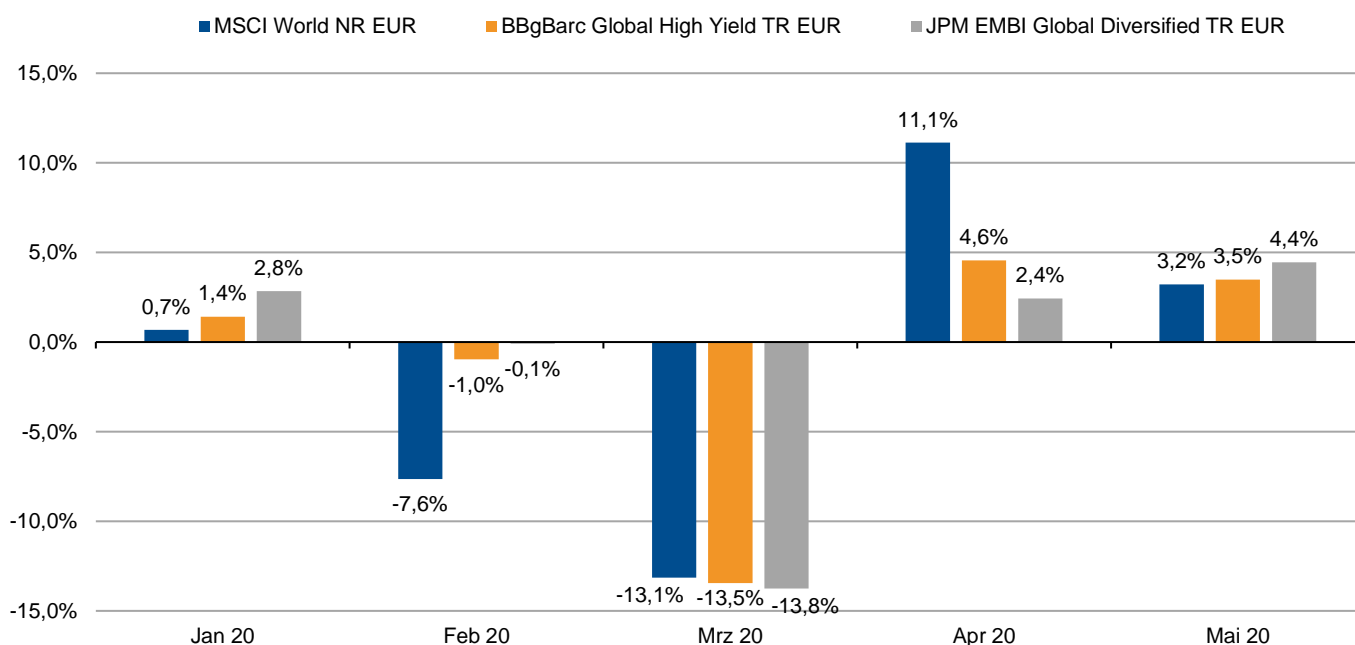
Die Aktienmärkte machten in den ersten sechs Monaten nach ihren Tiefs ebenfalls einen Teil der zuvor angefallenen Einbußen wieder wett. Eindrucksvoller stellt sich das Bild zwar nach insgesamt 12 Monaten dar, doch der größere Teil der Aufholjagd entfiel auf die ersten sechs Monate.

Die rasche Gegenbewegung spiegelte zwar noch nicht eine tatsächliche Erholung der Konjunktur wider, aber deren Vorwegnahme. Möglich war dies in dem Augenblick, in dem weitgehende Klarheit über das Ausmaß der eingetretenen Risiken und Schäden bestand und sich der Blick der Anleger wieder auf die Zukunftsperspektiven richtete.

Ein ähnliches Bild zeigt die Analyse von Indizes, die für Income-Produkte typische Segmente repräsentieren, während und nach der kritischen Phase der Coronavirus-Pandemie.

Auf den Kursrückschlag im März 2020 folgte vor allem bei Aktien bereits im Folgemonat eine kräftige Erholung, die sich in abgeschwächter Form im Mai fortsetzte. Weniger stark stiegen dagegen die Notierungen bei Hochzins- und Schwellenländeranleihen – hier steht eine ähnlich ausgeprägte Recovery noch aus:

Abbildung 13: Monatliche Indexrenditen seit Januar 2020 in % (EUR)



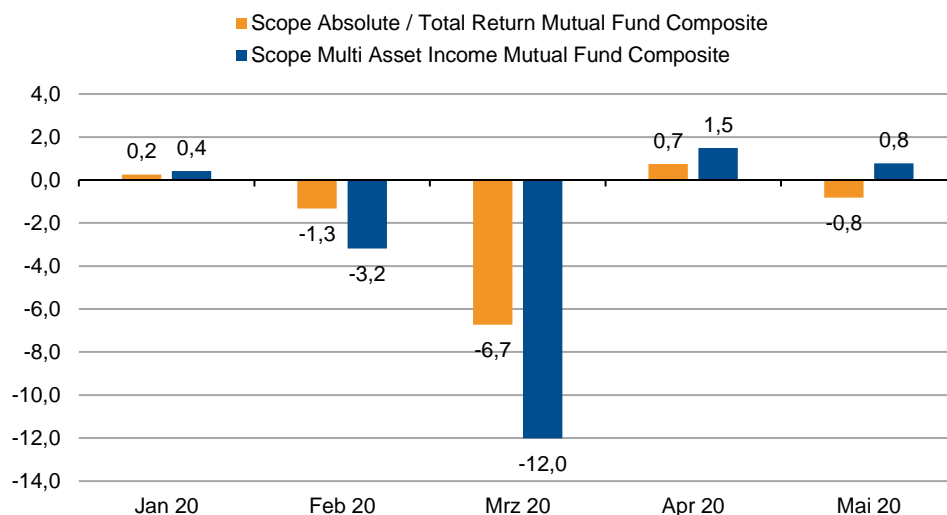
Quelle: Scope Analysis

Dass trotz der Gegenbewegung an den Aktienmärkten für Multi-Asset Income-Fonds nach wie vor beträchtliches Erholungspotential besteht, wird auch anhand einer Analyse der Wertentwicklung der entsprechenden Scope-Peergroup im laufenden Jahr deutlich.

Fonds dieser Kategorie mussten im März erhebliche Kursrückschläge verkraften. Diese fielen zwar fast doppelt so hoch aus wie im Durchschnitt der Peergroup für Absolute/Total

Return-Produkte. Allerdings kam es bei Multi-Asset Income-Fonds seither zu einer merklich ausgeprägteren Erholung, während Absolute/Total Return-Strategien noch kein Wiederaufschwung gelang. Grund dafür dürfte eine weitgehende Neutralisierung des Beta angesichts sehr unsicherer kurzfristiger Perspektiven sein.

Abbildung 14: Monatliche Wertentwicklung von Multi-Asset Income- bzw. Absolute/Total Return-Fonds im lfd. Jahr



Quelle: Scope Analysis

Das aus der Grafik ersichtliche beträchtliche Recovery-Potenzial von Multi-Asset Income-Ansätzen ergibt sich insbesondere aus den nach wie erhöhten Risikoaufschlägen bei hochverzinslichen Unternehmensanleihen und Emerging Market Bonds.

In beiden Segmenten, die bei Income-Strategien neben Dividendenaktien eine zentrale Rolle spielen, bewegen sich die Spreads auf einem historisch außergewöhnlich hohen Niveau, das nicht nachhaltig sein kann. Dafür spricht zum einen der langfristige Durchschnitt der Spreads, der weit niedriger liegt, zum anderen die Aussicht, dass sich die Renditen erstklassiger Rentenpapiere auf unabsehbare Zeit in der Nähe von null bewegen werden. Der unveränderte Ertragsbedarf insbesondere institutioneller Anleger mit laufenden Zahlungsverpflichtungen lässt früher oder später eine steigende Nachfrage nach Trägern positiver realer Renditen und damit sich einengende Spreads erwarten.

Die Erschließung der derzeit weit überdurchschnittlichen Renditeprämien stellt für Manager von Income-Strategien eine hochattraktive Gelegenheit dar, sich auf dem aktuellen Kursniveau eine hervorragende dauerhafte Verzinsung zu sichern. Allerdings deutet das Vorhandensein dieser Risikoaufschläge auch auf das Ausmaß an Unsicherheit hin, was potenzielle Gewinner und Verlierer dauerhafter Umbrüche angeht, die sich aus der Corona-Pandemie und den politischen Reaktionen darauf für die Weltwirtschaft ergeben.

Daher kommt es jetzt mehr denn je darauf an, bei der Auswahl sehr selektiv vorzugehen und deren fundamentale Situation im nunmehrigen Umfeld genauestens zu analysieren. Nur Manager, die auf diesem Feld überdurchschnittlich kompetent, über umfangreiche Ressourcen auf Assetklassen- und regionaler Ebene verfügen und sich der disruptiven Wirkung der Corona-Krise auf einzelne Wirtschaftszweige und Emittenten bewusst sind, werden imstande sein, aus der derzeitigen Situation Gewinn für ihre Anleger zu ziehen.

Fazit

Nach Jahren steigender Kapitalmärkte hat Covid-19 im März dieses Jahres zu den stärksten Marktkorrekturen seit Jahrzehnten geführt und dabei das Ausmaß der Finanzmarktkrise im Hinblick auf die Intensität und Geschwindigkeit der Abwärtsbewegung übertroffen. Auch der Volatilitätsindex VIX bildete das dramatische Ausmaß der Korrektur und die massive Unsicherheit ab: Im März übertraf er zwischenzeitlich seinen Höchststand während der Finanzmarktkrise.

In Bezug auf den Aktienkurs zählten vor allem Titel aus den Sektoren Energie, Finanzen und Industrie zu den größten Verlierern. Auf der Rentenseite erlitten vor allem Unternehmensanleihen und High Yield-Papiere starke Verluste und eine signifikante Ausweitung der Spreads – wenngleich unter dem Niveau der Finanzmarktkrise 2008/09.

Dennoch, so erstaunlich und rasant der Einbruch verlaufen sein mag, umso überraschender war für viele die Geschwindigkeit der Erholung an den Kapitalmärkten. Gemessen am MSCI World konnten die Verluste von -29% (01.01. bis 23.03.20) auf -6% (01.01. bis 30.06.20) reduziert werden – und zwar innerhalb historisch kürzester Zeit. Ein wesentlicher Grund dafür: Die Notenbanken und Regierungen haben geld- und fiskalpolitisch vorbildlich reagiert und einen Stimulus in Gang gesetzt, der historisch betrachtet seinesgleichen sucht. Die langfristigen ökonomischen Auswirkungen der getroffenen Maßnahmen sind derzeit allerdings noch nicht absehbar.

Anleger sollten sich darüber im Klaren sein, dass Einbrüche durchaus zum Marktgeschehen gehören und auch künftig zu erwarten sind. Allein in den vergangenen zwei Jahrzehnten gab es vier intensive Korrekturphasen – beginnend mit den Einbrüchen im Jahr 2001 über die Finanzkrise bis hin zur Euro-Schuldenkrise und der aktuellen Covid-19-Krise.

Neben der Regelmäßigkeit, mit der solche Einbrüche aufgetreten sind, gilt jedoch auch, dass es stets zu einer relativ raschen Erholung kam – sowohl getrieben durch fiskalpolitische Maßnahmen als auch durch das beherzte Eingreifen der Notenbanken. Auch wenn es kaum vorherzusagen ist, wann der nächste Markteinbruch erfolgt oder was der nächste „Black Swan“ sein wird, können aktive Fondsmanager mit flexiblen Strategien die sich daraus ergebene Volatilität nutzen und von Markt-Anomalien profitieren.

Scope hat die jüngsten Entwicklungen zum Anlass genommen, um zu untersuchen, welche Auswirkungen die Krisen seit 2008 auf die Wertentwicklung von Multi-Asset Income-Fonds haben. Dabei wurde ein Vergleich zu Absolute Return- und Total Return-Fonds (AR/TR) gezogen. Hintergrund ist, dass sich diese beiden Mischfondskonzepte in den letzten Jahren bei Anlegern großer Beliebtheit erfreuen und unterschiedliche Anlagebedürfnisse erfüllen. Aufgrund ihrer spezifischen Charakteristika reagieren die Strategien entsprechend unterschiedlich in Marktkrisen. Income-Strategien werden auf das Erzielen regelmäßiger Erträge hin gemanagt. Im anhaltenden Niedrigzinsumfeld haben gerade Privatanleger, aber beispielsweise auch Stiftungen Multi-Asset Income-Fonds als Ersatz für Sparanlagen oder Staatsanleihen genutzt. AR/TR-Fonds haben als oberstes Ziel den Kapitalerhalt und sollen in volatilen Zeiten weniger schwanken.

Bei einer aggregierten Betrachtung ergibt sich folgendes Bild: Von Januar 2008 bis Ende Mai 2020 haben Multi-Asset Income-Fonds im Durchschnitt eine kumulierte Rendite nach Kosten von 68% erzielt. Demgegenüber stehen 19% für die Vergleichsgruppe der AR/TR-Fonds.

In den akuten Krisenphasen zeigte sich stets ein ähnliches Muster: AR/TR-Fonds konnten im Durchschnitt Verluste besser begrenzen als Multi-Asset Income-Fonds, wenngleich auch sie zwischenzeitliche Verluste meist nicht ganz vermeiden konnten. In den in der

Regel zügig einsetzenden Erholungsphasen partizipierten sie jedoch in deutlich geringerem Umfang als Multi-Asset Income-Fonds.

Aus den Ergebnissen lassen sich vereinfacht folgende Aussagen ableiten: Multi-Asset Income-Produkte haben in Stressphasen im Vergleich zu den AR/TR-Produkten zwar überproportional an Rendite eingebüßt, dafür konnten sie jedoch an den folgenden Markterholungen deutlich stärker partizipieren. Aufgrund ihres grundsätzlich stabileren Markt-Exposures erscheinen Multi-Asset Income-Strategien auf Basis der hier durchgeführten quantitativen Analyse für Langfristinvestoren in der Tendenz attraktiver. Für Investoren, bei denen die Absicherung in starken Abwärtsmärkten oberste Priorität genießt, stellen hingegen Absolute/Total Return-Produkte eine Alternative dar – wenn auch hier im Einzelfall negative Überraschungen nicht auszuschließen sind.

Wie immer gibt es innerhalb der jeweiligen Peergroup deutliche Unterschiede zwischen den Fonds. Investoren sollten auf Asset Manager setzen, die über die aktuelle Krise hinaus ihre Kompetenz unter Beweis gestellt haben. Angesichts der beispiellosen Maßnahmen der Regierungen und Zentralbanken weltweit im Zuge der Krise müssen Anleger sich auf weiter niedrige Zinsen einstellen und ihre Allokation diversifizierter und aktiver als je zuvor an diese Herausforderungen anpassen.



Multi-Asset Income: Corona-Krise und anschließende Erholung

Scope Analysis GmbH

Headquarters Berlin

Lennéstraße 5
D-10785 Berlin

Tel. +49 30 27891-0

info@scopeanalysis.com
www.scopeanalysis.com

Frankfurt am Main

Neue Mainzer Straße 66-68
D-60311 Frankfurt am Main

Tel. +49 69 66 77 389-0

Nutzungsbedingungen / Haftungsausschluss

© 2020 Scope SE & Co. KGaA und sämtliche Tochtergesellschaften, einschließlich Scope Ratings GmbH, Scope Analysis GmbH, Scope Investor Services GmbH (zusammen Scope). Alle Rechte vorbehalten. Die Informationen und Daten, die Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen und die damit verbundenen Recherchen und Kreditbewertungen begleiten, stammen aus Quellen, die Scope als verlässlich und genau erachtet. Scope kann die Verlässlichkeit und Genauigkeit der Informationen und Daten jedoch nicht eigenständig nachprüfen. Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen oder damit verbundene Recherchen und Kreditbewertungen werden in der vorliegenden Form ohne Zusicherungen oder Gewährleistungen jeglicher Art bereitgestellt. Unter keinen Umständen haftet Scope bzw. haften ihre Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter und andere Vertreter gegenüber Dritten für direkte, indirekte, zufällige odersonstige Schäden, Kosten jeglicher Art oder Verluste, die sich aus der Verwendung von Scope's Ratings, Rating-Berichten, Rating-Beurteilungen, damit verbundenen Recherchen oder Kreditbewertungen ergeben. Ratings und andere damit verbundene, von Scope veröffentlichte Kreditbewertungen werden und müssen von jedweder Partei als Beurteilungen des relativen Kreditrisikos und nicht als Tatsachenbehauptung oder Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren angesehen werden. Die Performance in der Vergangenheit prognostiziert nicht unbedingt zukünftige Ergebnisse. Ein von Scope ausgegebener Bericht stellt kein Emissionsprospekt oder ähnliches Dokument in Bezug auf eine Schuldverschreibung oder ein emittierendes Unternehmen dar. Scope publiziert Ratings und damit verbundene Recherchen und Beurteilungen unter der Voraussetzung und Erwartung, dass die Parteien, die diese nutzen, die Eignung jedes einzelnen Wertpapiers für Investitions- oder Transaktionszwecke selbständig beurteilen werden. Scope's Credit Ratings beschäftigen sich mit einem relativen Kreditrisiko, nicht mit anderen Risiken wie Markt-, Liquiditäts-, Rechts- oder Volatilitätsrisiken. Die hierin enthaltenen Informationen und Daten sind durch Urheberrechte und andere Gesetze geschützt. Um hierin enthaltene Informationen und Daten zu reproduzieren, zu übermitteln, zu übertragen, zu verbreiten, zu übersetzen, weiterzuverkaufen oder für eine spätere Verwendung für solche Zwecke zu speichern, kontaktieren Sie bitte Scope Ratings GmbH, Lennéstraße 5, D-10785 Berlin.