

»WIR STEHEN VOR EINEM PARADIGMENWECHSEL AM KAPITALMARKT«

Fünf erfahrene Vermögensverwalter unterschiedlicher Ausrichtung diskutieren die aktuell herausfordernde Lage an den Märkten und erläutern, wie sie im Sinne ihrer Kunden agieren

DAS INVESTMENT: Die Welt hat sich seit Jahresanfang sehr verändert. Wie bewerten Sie die Marktlage?

Torben Peters: Die Nervosität und die Unsicherheit sind sehr groß und das reflektiert sich in den Rückgängen am Aktienmarkt von 20 Prozent und mehr. Wir gehen kurz- und mittelfristig davon aus, dass das gesamte Paket an Unsicherheiten, das unter anderem Zinsen, Inflation, Konjunktur, Lieferketten und den Krieg in der Ukraine umfasst, nach und nach besser planbar werden wird. Kurzfristig gehen wir von weiterhin sehr hoher Volatilität in den Märkten aus, aber eine Beruhigung sowohl auf der Zins- als auch auf der Kapitalseite sehen wir bereits in sechs Monaten.

Robin Beugels: Je kurzfristiger man sich die Lage anschaut, desto schwieriger die Prognose. Krisenherde wie die aktuelle

Gaskrise summieren sich seit 2020 immer weiter auf. Natürlich gibt es hier auch Trigger: In China etwa wäre sicherlich ein Umdenken in der Null-Covid-Politik hilfreich, um Lieferketten wieder entspannen zu können. Auch in der Ukrainefrage und in der Energieproblematik wäre eine Beruhigung für die Weltwirtschaft wichtig. Die hohe Volatilität im Zinsmarkt, auch im Options- und im Rentenbereich, wird nicht über Nacht verschwinden. Wir müssen uns vergegenwärtigen, dass man politische Themen nicht erfolgreich traden kann. Mittelfristig fühle ich mich in Aktien besser aufgehoben als in Zinspapieren.

Mirko Kohlbrecher: Wir sind der Überzeugung, dass Qualitätsunternehmen auch diese schwierige Marktphase meistern werden – gute Unternehmen schaffen es, Margen und Umsätze langfristig aufrecht-

zuhalten und sich neuen Gegebenheiten anzupassen – sie bieten Anlegern langfristig Teilhabe am produktiven Kapital. Wir zielen darauf ab, dass wir Alpha auch durch die Selektion von Unternehmen mit robustem Geschäftsmodell generieren – wenngleich auch Qualitätswerte im aktuellen Umfeld eine leicht negative Wertentwicklung aufweisen. Mit Blick auf Europa ist unser Basisszenario, dass Putin uns nicht komplett den Gashahn abdrehen wird. Der Preis ist massiv gestiegen – auf die höheren Einnahmen wird er nicht verzichten.

Henning von Issendorff: Wir stehen vor einem Paradigmenwechsel am Kapitalmarkt. Der Übergang aus einem Deflations- in ein Inflationsumfeld ist fast wie ein tektonischer Bruch. Solche Brüche und die Auflösung von Blasen gab es immer, wenn das finanzpolitische Regime gewechselt hat. Aktuell haben wir mehr Blasen denn je. In den letzten fünf bis zehn Jahren haben institutionelle Investoren einen unglaublichen Schwank raus aus liquiden Märkten vorgenommen. Zum Teil haben sie nun bis zu 50 Prozent und mehr illiquide Anlagen in den Portfolios. Der Paradigmenwechsel zeichnet sich auch in den illiquiden Vermögenswerten ab. Das kann bedeuten: Wenn die großen Vermögensträger aus Risikogesichtspunkten ihre Positionen abbauen müssen, schauen sie sich zwangsläufig auf dem liquiden Kapitalmarkt um, denn nur dort verfügen sie über Möglichkeiten, Risiko abzubauen.



Steffen Kern,
Leiter Portfolio
Management, LeanVal
Asset Management AG

»Absolute Return und Liquid Alternatives reüssieren jetzt in diesem unsicheren und volatilen Umfeld«

Wie reagieren Ihre Kunden auf das unsichere gewordene Umfeld?

Steffen Kern: Wir bieten als klassischer

Fondsanbieter Publikums- und Spezialfonds an. Das Angebot unserer Publikumsfonds richtet sich primär an Vermögensverwalter und Family-Offices. Bei diesen stieg das Interesse an unkorrelierten und marktneutralen Strategien. Das stützt die These, dass die Kunden das größere Risiko eher in den zinstragenden Papieren und weniger in den Aktien sehen.

Peters: Die Kunden machen den Fernseher an und sehen die Nachrichtenlage: Krise, Krise, Krise. Da besteht erhöhter Gesprächsbedarf. Proaktiva betreut viele kapitalmarktaffine Kunden bereits über Jahrzehnte und Generationen. Das ist nicht die erste Krise. Als konservatives, hanseatisches Haus sind wir auch in der Risikobegrenzung gut unterwegs. Es herrscht keine Panik bei den Kunden, aber eine größere Verunsicherung als in anderen Marktphasen.

von Issendorff: Wir haben einige Kunden im institutionellen Bereich, die gezwungen waren, Portfolioanpassungen vorzunehmen, weil Risikobudgets aufgebraucht waren. Das liegt daran, dass alle Assetklassen gefallen sind. Aus den Kundengesprächen hören wir heraus, dass der Trend zu illiquiden Assetklassen weiter geht. Einige Investoren müssen relativ viel Cash vorhalten, weil sie sich für Strategien committet haben und jetzt verunsichert sind. Ich sehe trotz allem gerade bei institutionellen Investoren noch relativ viel Ruhe und Gelassenheit. Wir haben auch Kunden, deren Portfolios ausbalanciert sind, die Dollarstärke hat hier geholfen.

Beugels: Die meisten unserer Kunden haben einen längeren Anlagehorizont und sind auch eher gelassen. Das Problem liegt mehr im Bereich der defensiven Portfolios. Was dort passiert ist, hat kaum ein Anleger jemals erlebt. Das ist natürlich erklärungsbedürftig. Einige Kunden denken darüber nach, den Aktienanteil zu erhöhen. Denn bei künftig stagnierenden oder steigenden Zinsen sehen sie sich mit Aktien besser aufgehoben als mit Anleihen. Sie haben so bessere Chancen, wieder Boden gut zu machen und Kaufkraft zu erhalten. Das registrieren wir vor allem bei institutionellen, aber auch bei Privatanlegern.

Gibt es noch robuste Assetklassen? Welche Chancen sehen Sie derzeit?

von Issendorff: Es gibt kein Abo auf eine Kompletterholung der Aktienmärkte.



Robin Beugels,
Head of Investment
Management, Merck Finck
A Quintet Private Bank

»Wir müssen uns vergegenwärtigen, dass man politische Themen nicht traden kann«

Der Nikkei hat seinen Höhepunkt 1989 erreicht und danach 13 Jahre lang jedes Jahr neue Tiefststände gemacht. Selbst bis heute ist er als Kursindex nicht mehr dort, wo er damals war. Ich sehe einerseits eine Renaissance im Absolute-Return-Bereich. Das heißt, dass Investoren andere Risiko-Ertragsprofile suchen, auch alternative Betas. Die Suche nach Alpha wird sehr stark zunehmen, dort wird das Potenzial auch größer. Wir erreichen eine Phase, in der sich die Arbitrage-Korridore langsam wieder öffnen. Und andererseits denke ich, dass Fundamentalbewertungen wichtiger werden, etwa bei Equity-Long-Short-Strategien. Manager, die hier vor allem Qualitätstitel suchen und risikobehaftete Unternehmen verkaufen, haben sich zuletzt eher schwergetan. Das wird nun besser funktionieren.

Kern: Absolute Return oder Liquid Alternatives, die alternative Risikoprämien ausnutzen, reüssieren genau in dem unsicheren, volatilen Umfeld, in dem die traditionellen Anlageklassen unter Druck geraten. Wir sehen gute Chancen in der Kombination dieser Alternativen mit traditionellen Renditequellen. Zum Beispiel können Aktien zusammen mit einer negativ korrelierten Options-Strategie oder einem Options-Overlay, gerade in diesem herausfordernden Umfeld, robuste Erträge ohne große Drawdowns erwirtschaften. Diese kombinierten Ansätze bieten Chancen für Anleger in diesem Marktumfeld.

Kohlbrecher: Wir befinden uns am Ende eines großen Schuldenzyklus, wie Ray Dalio es in seinem neuesten Buch „Welt-

ordnung im Wandel: Vom Aufstieg und Fall von Nationen“ beschrieben hat. Daraus ergibt sich für uns eine strategische Allokation in Edelmetalle, weshalb wir für langfristig orientierte Investoren eine passende Chance sehen, das Portfolio mit Gold anzureichern. Kurz- und mittelfristig sehen wir andere Rohstoffe wie Öl als sehr robust an. Früher oder später werden sich Unternehmen aber fragen, ob sie noch in die Erschließung eines neuen Ölfelds investieren. Den Bereich der Industriemetalle sehen wir etwas positiver, denn aus der Dekarbonisierung ergibt sich eine hohe Nachfrage nach Kupfer und Co.

Peters: Die eine robuste Assetklasse sehen auch wir nicht, von daher ist Diversifikation immer gut, wenn man keine Glaskugel hat. Beim Rentenmarkt haben wir durch den drastischen Zinsanstieg schon eine veränderte Lage. Jetzt gibt es nominal ordentliche, und auch bei guten Emittenten, vor allem im Nachrang, wieder nennenswerte Renditen. Auf der anderen Seite präferieren wir global agierende Qualitätstitel, weil sie angesichts der Nervosität der Anleger im Preis gefallen sind. Viel besser kann man sich als Anleger nicht aufstellen, als in Unternehmen mit sehr robusten Geschäftsmodellen und Bilanzen zu investieren. Und Gold als Beimischung ist auch nicht verkehrt.

Wie beurteilen Sie die Entwicklung in der Assetklasse Fixed Income? Was sollten Kunden überdenken bei der Frage nach konservativen Anlageformen? →

Beugels: Der Regulator hat einen großen Fehler gemacht, als er vorgegaukelt hat, dass Anleihen sicher und konservativ wären. Ich glaube, dass die Definition der Risikoklassen über die Aktienquote falsch war. Das zeigt sich in diesem Jahr. Ohne Zinsrückgänge wird es im Rentenbereich schwierig sein, verlorene 10 Prozent wieder zurückzuerzielen. Da können Aktien interessanter sein. Aktuell investiere ich lieber in Sachwerte. Der ein oder andere Anleger wäre gut beraten, auch darüber nachzudenken, natürlich stets vor dem Hintergrund des Anlagehorizonts.

Peters: Den Regulator versteht man auch auf der Aktienseite nicht. Wenn man sieht, dass ein S&P 500 ETF eine höhere Risikoklasse hat als ein DAX ETF – nur weil eine Währung enthalten ist, ist es nicht sinnvoll, den ETF höher einzustufen. Bei Renten ist der Zinsanstieg da. Wenn es zu den konjunkturellen Aussichten eher negative Überraschungen gibt, könnten wir in den nächsten Monaten auf der Zinsseite einen Puffer haben. Dennoch halten wir das Zinsniveau aus realer Sicht für nicht so attraktiv, als dass man als Kunde das Risiko eingehen sollte. Von daher präferieren wir Sachwerte und dort liegt der Fokus auf Qualitätstiteln.

Kohlbrecher: Es ist eine große Herausforderung, konservativen Anlegern die Bewegung des ersten Halbjahres zu erklären. Da sieht man, dass viele Anleger eine falsche Erwartungshaltung gegenüber dem Rentenmarkt hatten. Das wieder mit der Realität in Einklang zu bringen, ist



Torben Peters,
Geschäftsführer
Proaktiva GmbH

»Eine Beruhigung auf der Zinsseite sehen wir bereits in sechs Monaten«

schwierig. Wobei wir jetzt bei einzelnen Unternehmen auch wieder Chancen im Anleihemarkt sehen. Anleihen, die eine ordentliche Qualität haben und 4 bis 5 Prozent für drei oder vier Jahre bieten, bei nicht zu langer Duration, sind nicht unattraktiv. Dort langsam wieder zu agieren, finden wir nicht schlecht.

Kern: Kaum jemand konnte sich vorstellen, dass zweijährige Bundesanleihen innerhalb von drei Monaten von minus 0,5 auf plus 1 Prozent steigen. Auch im Corporate-Bond-Bereich wurde fast nicht unterschieden, ob guter oder schlechter Schuldner. Ich glaube, diese rapide Kursbewegung stellt den Übergang in eine Phase mit höheren Risikoprämien

dar. Das sieht man etwa am Euro Aggregate Bond Index, der innerhalb von sechs Monaten die gesamte Performance der letzten sieben Jahre ausgelöscht hat. Das sagt eigentlich alles. Das allgemein gestiegene Risikoprämienniveau kann eine spannende Alternative zur puren Assetklasse Fixed Income bieten und Strategien, die diese ausnutzen, wieder vermehrt in den Fokus rücken.

von Issendorff: Viele unserer Kunden sehen die Entwicklung hier sehr positiv, denn in den Direktanlagen von institutionellen Investoren kann man plötzlich gegen den eigenen Rechnungs- oder Pflichtzins allokalieren und ihn auch wieder erreichen. Das war lange nicht der Fall. Institutionelle Investoren müssen einen Pflicht- oder Rechnungszins erreichen. Sich in die Illiquidität zu flüchten, in einem strukturellen Umfeld von negativen Realzinsen, einem eher inflationären Zyklus und einer wirtschaftlichen Verlangsamung, halte ich für gefährlich. Ich glaube, es wird sehr große Verwerfungen an den Kapitalmärkten geben. Dort entstehen auch Chancen, in illiquiden Sachwerten ist man jedoch langfristig vollkommen gefangen.

Welche Neugewichtungen haben Sie in letzter Zeit vorgenommen?

Kohlbrecher: Wir setzen Branchenschwerpunkte. Dort haben wir moderate Anpassungen vorgenommen. Das höchste Gewicht liegt in der Gesundheitsbranche, denn sie bietet nicht nur historisch



Henning von Issendorff,
Executive Partner, Tungsten
Capital Management

»Es gibt kein Abo auf eine Kompletterholung der Aktienmärkte«

gesehen in Rezessionsphasen eine Stabilität – zumindest im Vergleich zu anderen MSCI-Branchen. Insofern sind wir hier weiterhin übergewichtet, ebenso wie in den großen Tech-Titeln. Apple, Microsoft und Alphabet sind ein guter Sicherheitshort. Auch wenn sie im Kurs gefallen sind, sind die Geschäftsmodelle weiterhin intakt. Wir glauben, dass sie wenig Kapitalbedarf aufweisen. Und auch im Rohstoffbereich sind wir weiterhin gut gewichtet. Wir sehen langfristig die große Nachfrage aus dem Nachhaltigkeitssektor als starken Treiber an.

Beugels: Auch wir haben nicht viel angepasst, weil das nicht unserer Anlagephilosophie entspricht. Wir verfolgen einen klaren Ansatz und setzen auf Qualitätswachstumstitel im Aktienbereich. Deglobalisierung, Dekarbonisierung, Demographie – all diese Themen können eigentlich nur durch Innovation und Technologie gelöst werden. Daher glauben wir, dass wir mit den aktuell ausgewählten Unternehmen in diesem Bereich gut unterwegs sind. Natürlich geht der Trend – wie bei uns allen – stärker hin zu ESG-Themen. Das wird unter dem Druck der Regulierung sowieso weiter voranschreiten, aber auch aus Überzeugung.

Peters: Wir haben bei unseren vermögensverwaltenden Fonds „Wachstum Global“ bei Universal Investment in den vergangenen zwölf Monaten zwei gravierende Veränderungen vorgenommen. Einerseits haben wir die Rentenquote von 35 auf 20 Prozent heruntergefahren, weil wir in dem sich abzeichnenden inflationären Umfeld die Renten sehr skeptisch gesehen haben und gleichzeitig haben wir die Aktienquote hochgefahren. Um dabei nicht die Volatilität stark zu erhöhen, haben wir erstmals Aktienabsicherungen in Form von Short Dax Futures vorgenommen. Die andere Veränderung: Wir haben noch mehr Kapital aus dem Euro- in den Dollarraum transferiert.

Kern: Bei uns dreht sich alles um die Kombination von alternativen und traditionellen Renditequellen. Wir haben unseren UCITS-Publikumsfonds zum Jahresbeginn derart umgestellt, dass wir einen Teil des Anleihekollaterals durch eine kleine Aktienquote ersetzt haben. Die Aktienquote wird von der negativ korrelierten Optionskomponente ausgeglichen und überkompensiert, so dass in Summe



Mirko Kohlbrecher,
Prokurist, Analyse & Research,
Spiekermann & Co AG

»Langfristige Anleger haben jetzt eine wunderbare Chance, das Portfolio mit Gold anzureichern«

ein marktneutrales Profil entstanden ist. Damit sind wir, unserer Meinung nach, für ein Umfeld mit erhöhten Volatilitäten relativ robust aufgestellt. Langfristig sind die Aktien in Kombination mit der Optionskomponente deutlich attraktiver als ein reines Anleihekollaterale.

Zum Abschluss: Wie sind Ihrer Ansicht nach die Aussichten für Mischfonds und Derivate?

Beugels: Sie haben absolut ihre Daseinsberechtigung. Ich denke, wir haben in dieser Runde den breiten Konsens, dass man selektiv vorgehen sollte. Und da ergibt es Sinn, aktive Mischfonds zu haben. Derivate werden beispielsweise zur Absicherung genutzt. Wenn wir das in Bezug auf strukturierte Produkte betrachten, treten da auch wieder interessantere Opportunitäten zu Tage. Ich glaube, beides sind sinnvolle Instrumente, die gezielt eingesetzt werden sollen. Man muss den Anlegern nur sehr genau erklären, was man damit tut und was man erreichen möchte.

von Issendorff: Der klassische Mischfonds ist die programmierte Enttäuschung. 30 Jahre lang war es total vernünftig, eine klassische Asset Allokation aufzubauen aus Aktien und Renten, aufgeteilt in Kredit- und Staatsanleihen. Diese Portfolios haben wunderbar funktioniert. Aber jetzt muss man akzeptieren, dass die Potenzialrenditen viel niedriger werden, aber auch der Diversifikationseffekt im Portfolio erst einmal niedriger sein wird. Man muss andere

Wege finden. Ich glaube, was klassische Mischfonds beimischen sollten – außer Derivaten – ist Absolute Return.

Kern: Auf der einen Seite ist die typische 60/40-Aufteilung Aktien und Renten in klassischen Mischfonds wohl nicht mehr zeitgemäß. Auf der anderen Seite hilft diesen Konzepten für die Zukunft, dass Zinsniveau und Spreads gestiegen sind, und die Anleihen wieder deutlich bessere Korrelationseigenschaften als etwa vor einem Jahr aufweisen. Wir sehen aber auch, dass Absolute-Return-Strategien oder Liquid Alternatives in solchen Konzepten durchaus sinnvoll sind. Wir haben etwa einen Dachfonds aufgelegt, in dem wir die Fixed-Income-Komponente weitestgehend durch Liquid Alternatives ersetzt haben. Das kann für diese Phase und auch künftig eine Möglichkeit sein, Mischfonds wieder besser dastehen zu lassen als es zuletzt der Fall war.

Kohlbrecher: Ich möchte ergänzen, dass viele Privatanleger die interessanten Anleihen gar nicht kaufen können, denn sie haben mittlerweile eine Stückelung von 100.000 Euro. Dies lässt sich durch einen Renten-, aber auch durch einen Mischfonds umsetzen. Viele Anleger können zudem etwa gewisse US-Anleihen nicht erwerben, weil aufgrund der Regulatorik bei einigen Banken gar keine Formulare vorliegen, die diese Anleihen freischalten. Der Mischfonds hat auch aus diesen Gründen für den einen oder anderen Anleger durchaus seine Berechtigung. |

Das Gespräch führte Oliver Lepold