im fokus
Fachinformation (nur für professionelle Kunden)

Auszug aus Portfolio Insight Ausgabe 3/2019 Dezember 2019

Nichts funktioniert immer

Diversifikation bei Liquid Alternatives

➔ Liquide alternative Investments versprechen unkorrelierte Erträge und rücken somit in Zeiten negativer Anleiherenditen in den Fokus institutioneller Investoren. Die Ergebnisse sind bislang sehr unterschiedlich. Deshalb ist die Kombination verschiedener Strategien sinnvoll.

Christoph Sporer, CFA, Portfoliomanagement Absolute Return & Wertsicherung, Metzler Asset Management

Risikoprämien können gemeinsam unter Druck geraten

Auf der Suche nach Rendite fühlen sich insbesondere Investoren aus dem Euroraum in immer riskantere Anlagen gedrängt. Denn am Geldmarkt, bei Staatsanleihen aller Laufzeitsegmente und zunehmend auch bei einigen Unternehmensanleihen sind die Renditen negativ. Nur vorübergehend sind noch Marktwertsteigerungen durch weiter sinkende Renditen möglich. Eine Alternative zu **mehr** Risiko sind **andere** Risiken. Deshalb fließen viele Gelder in Immobilien oder Private Placements. Dort sind sie unter anderem einem hohen Liquiditätsrisiko ausgesetzt, was die Anleger jedoch angesichts der Ertragserwartungen in Kauf nehmen. Wenn Liquidität wichtig ist, kommen sogenannte Liquid Alternatives ins Spiel.

Liquid-Alternative-Strategien werden oft mit Absolute Return oder alternativen Risikoprämien in Verbindung gebracht. Das Ziel ist dasselbe: eine von der allgemeinen Marktentwicklung möglichst unabhängige positive Rendite. Das klingt einfacher, als es ist. Denn die meisten Ertragsquellen sind Prämien, mit denen die Investoren für die eingegangenen Risiken kompensiert werden. Und diese Risikoprämien geraten gemeinsam unter Druck, wenn bei globalen Schocks, Krisen oder Rezessionen die allgemeine Risikoaversion steigt. Einen Ausweg bieten Hedging-Strategien, die wie eine Versicherung gegen solche Risiken funktionieren. In ruhigen Zeiten können Hedging-Strategien aber teuer werden, was die ohnehin mageren Renditen der übrigen Investitionen weiter schmälert (s. Abb. 1 auf S. 3).

Eine interessante Alternative sind deshalb aktive Strategien, die sich Marktineffizienzen zunutze machen. Marktineffizienzen wie die bekannte Trend-Anomalie sind streng genommen keine Risikoprämien, auch wenn sie oft als solche bezeichnet werden. Sie basieren nicht auf einem Risikotransfer und sind häufig gerade in Stressphasen, wenn Marktteilnehmer nicht effizient agieren, besonders stark ausgeprägt. Das macht sie attraktiv und kann über ihre recht unzuverlässigen Ertragsaussichten hinwegtrösten.

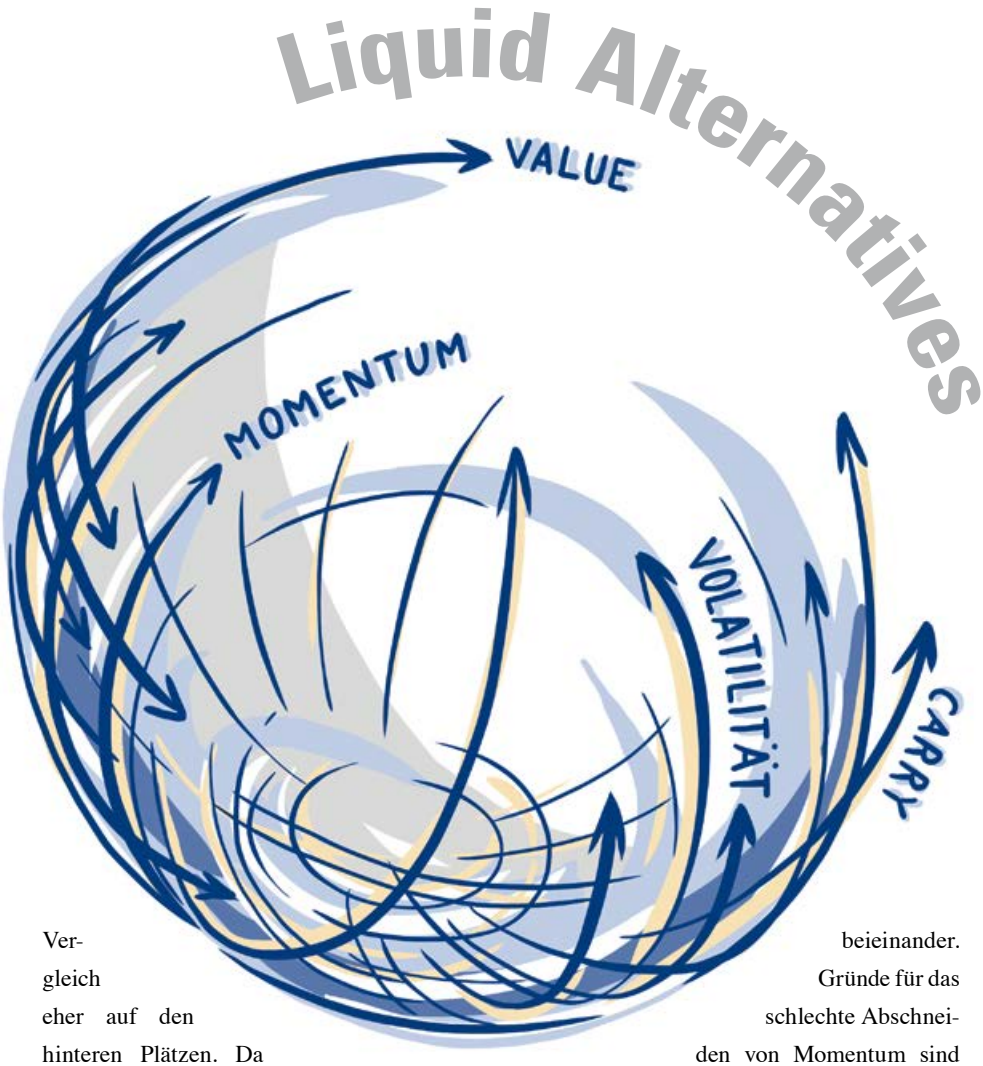
Diversifikation ist auch bei Liquid Alternatives wichtig

Auf der Suche nach alternativen Anlagemöglichkeiten stellt sich also grundsätzlich die Frage, ob man zuverlässige Zusatzerträge aus einer alternativen Anlage möchte und dafür eine gewisse Korrelation zum Gesamtmarkt in Stressphasen in Kauf nimmt oder ob eine Stabilisierung des Portfolios im Vordergrund steht und dafür die Ertragsaussichten in den Hintergrund rücken.

Mit unserem Absolute-Return-Fonds „Metzler Alternative Multi Strategy“ kombinieren wir verschiedene alternative Strategien, die entweder auf Risikoprämien abstellen oder Marktineffizienzen nutzen:

- Risikoprämien dienen als originäre Ertragsquelle. Dazu werden Carry-Strategien auf unterschiedliche Anlageklassen eingesetzt. So lassen sich zum Beispiel Renditedifferenzen zwischen einzelnen Regionen oder Laufzeitsegmenten bei neutralem Marktrisiko verdienen. Zusätzlich wird die Volatilitätsrisikoprämie durch Optionsstrategien auf verschiedene Basiswerte vereinnahmt.
- Marktineffizienzen dienen im Fonds dagegen primär der Diversifikation in Stressphasen. Dazu nutzen wir Trendfolge- und Value-Strategien, um bei Marktkorrekturen zunächst von sich wieder normalisierenden Bewertungsdifferenzen zu profitieren und anschließend an einsetzenden Trends zu partizipieren.

METZLER
Asset Management



Alle Strategien sind regelgebunden und ökonomisch fundiert. Die Strategien werden mittels liquider Derivate kostengünstig umgesetzt, und mit Short-Positionen lässt sich ein marktneutrales Profil erzeugen oder sogar von fallenden Marktkursen profitieren. Um die einzelnen Strategien sinnvoll zu kombinieren und ihre Gewichtung festzulegen, sind jedoch tiefgehende Kenntnisse über ihr Risikoverhalten nötig.

Performance-Analyse der einzelnen Strategien

Um die Effekte der Kombination der Strategien zu beurteilen, haben wir die Monatsrenditen unserer vier Strategiegruppen Volatilität, Carry, Momentum und Value seit Fondsauflegung im Oktober 2012 betrachtet. Zur besseren Vergleichbarkeit haben wir alle Strategien auf eine Volatilität von 5 % über den Gesamtzeitraum normiert.

In der Darstellung hat jede Strategie eine eigene Farbe. Für jeden Monat sind die Ergebnisse jeder Strategie entsprechend ihrer Performance absteigend sortiert. Welche Strategie auf welchem Rang liegt, lässt sich an der Farbe ablesen (s. Abb. 2 auf S. 3). Abbildung 3 auf Seite 4 zeigt die Häufigkeit der Platzierung und den Anteil der positiven Monatsergebnisse:

- Volatilitätsstrategien liegen mit 37 % der Monate am häufigsten auf dem ersten Platz und haben mit 65 % auch den höchsten Anteil an positiven Monatsergebnissen. Dies erklärt vermutlich zum Teil ihre Popularität. Die Volatilitätsrisikoprämie basiert wie kaum eine andere Risikoprämie auf einem Risikotransfer. Durch den Verkauf von Optionen werden buchstäblich Versicherungen verkauft und Risiken übernommen. Das positive Ergebnis ist daher keine Überraschung.
- Carry-Strategien haben den zweithäufigsten Anteil positiver Monate und liegen am häufigsten auf Platz zwei. Da es sich auch hier um Risikoprämien handelt, entspricht dieses Ergebnis ebenfalls den Erwartungen.
- Momentum-Strategien sind in nur 45 % der Monate positiv und liegen auch im relativen Vergleich eher auf den hinteren Plätzen. Da diese Strategie auf einer Marktineffizienz basiert, die besonders in ausgeprägten Stressphasen zum Tragen kommt, von denen es im Betrachtungszeitraum wenn überhaupt nur wenige gab, ist das Ergebnis nicht verwunderlich.
- Die Value-Strategien zeigen mit einem Anteil positiver Monate von 55 % und einer recht gleichmäßigen Verteilung der Platzierungen ein sehr ausgewogenes Verhältnis.

Interessant ist nicht nur die Verteilung der Ergebnisse, sondern auch deren Risiko und Korrelation zueinander. Wie erwähnt, haben wir zur besseren Vergleichbarkeit alle Strategien auf eine Volatilität (σ) von 5 % normiert. Zusätzlich sind der Erwartungswert (μ) als annualisierter Mittelwert der Monatsrenditen und das schlechteste Monatsergebnis (w) als Indikator für das Tail-Risiko angegeben (s. Tabelle auf S. 4).

Die Erwartungswerte der einzelnen Strategien liegen – mit Ausnahme von Momentum – nahe beieinander. Gründe für das schlechte Abschneiden von Momentum sind erstens, dass es sich um eine Marktineffizienz handelt, die generell einen niedrigeren Erwartungswert hat. Zweitens waren die Stressphasen im Betrachtungszeitraum meist nur kurz, und die Märkte erholten sich dank beherzter Eingriffe der Zentralbanken immer wieder rasch. Bei den schlechtesten Monatsergebnissen (w) fallen Volatilitätsstrategien – erwartungsgemäß – negativ auf: Volatilitätsstrategien bieten attraktive Ertragschancen bei moderater Volatilität, bergen jedoch ein erhöhtes Tail-Risiko. Das haben viele Investoren gerade in den vergangenen Jahren häufiger zu spüren bekommen. Dieser Effekt ist auch bei den relativen Kennzahlen gut zu erkennen: Während sich der Erwartungswert im Verhältnis zur Volatilität (μ/σ) mit 0,60 mit dem der Carry- und Value-Strategien vergleichen lässt, ist der Wert der Volatilitätsstrategien beim Verhältnis zum schlechtesten Monat (μ/-w) deutlich schwächer. Mit einem Wert von 0,98 fällt dementsprechend auch der größte Monatsverlust in Relation zur Volatilität (-w/σ) relativ hoch aus.

Kombination der Strategien verbessert die Kennzahlen

Besonders interessant ist die Kombination der vier Strategien, die wir für diese Analyse nach dem Grundsatz der Risikoparität gewichtet haben. Zur Vergleichbarkeit haben wir auch hier das Ergebnis auf 5 % Volatilität skaliert. Die Rendite- und Risikokennzahlen verbessern sich dadurch deutlich, was den Mehrwert einer Kombination verschiedener Strategien und deren sinnvolle Gewichtung unterstreicht. Maßgeblich verantwortlich für das bessere Ergebnis sind die Korrelationen der einzelnen Strategien zueinander (s. Tabelle). In der unteren Tabelle sind die Korrelationskoeffizienten der Monatsrenditen dargestellt. Der höchste Korrelationskoeffizient der Monatsrenditen liegt bei 0,22 zwischen Momentum- und Carry-Strategien, der größte negative Wert ist 0,33 für die Korrelation zwischen Momentum- und Value-Strategien. Auch zu den „gefährlichen" Volatilitätsstrategien sind Momentum- und Value-Strategien leicht negativ korreliert, was deutlich bei der Eindämmung der Tail-Risiken hilft.

Planbarkeit von Diversifikationseffekten

Die Palette an Liquid Alternatives und Absolute-Return-Strategien ist breit. Quantitative Strategien haben den Vorteil, dass sie systematisch bekannte Risikoprämien oder Marktineffizienzen abbilden; dadurch sind die Ergebnisse in Bezug auf die Performancecharakteristik sehr zuverlässig. Denn jede Strategie oder Risikoprämie hat in ihrer Reinform eine bestimmte Charakteristik. Dies kann sich im Verhalten in Krisenzeiten, in den langfristigen Ertragserwartungen, in der Verteilungsschiefe oder der Korrelation zu anderen Anlagen ausdrücken. Bei der Zusammenstellung alternativer Strategien ist es hilfreich, diese Eigenschaft möglichst zuverlässig abzubilden, sodass Diversifikationseffekte zwischen den Strategien möglichst planbar eintreten.

Um das Verhalten der alternativen Strategien im Detail zu verstehen, sind Informationen

Abb. 1: Idealtypischer Verlauf alternativer Ansätze

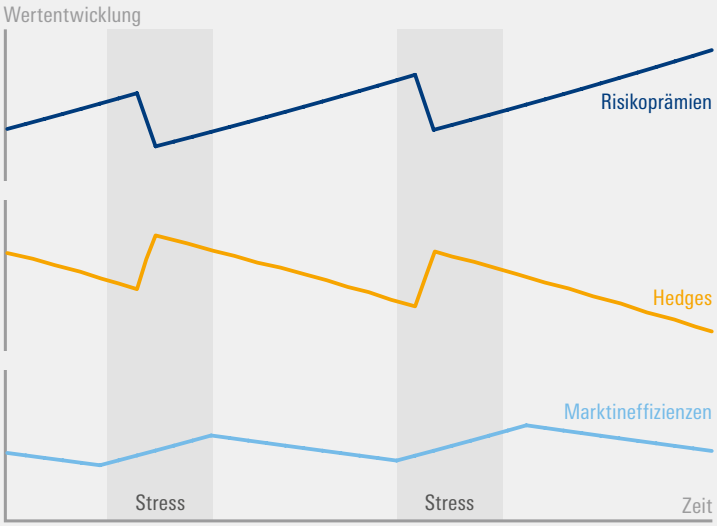
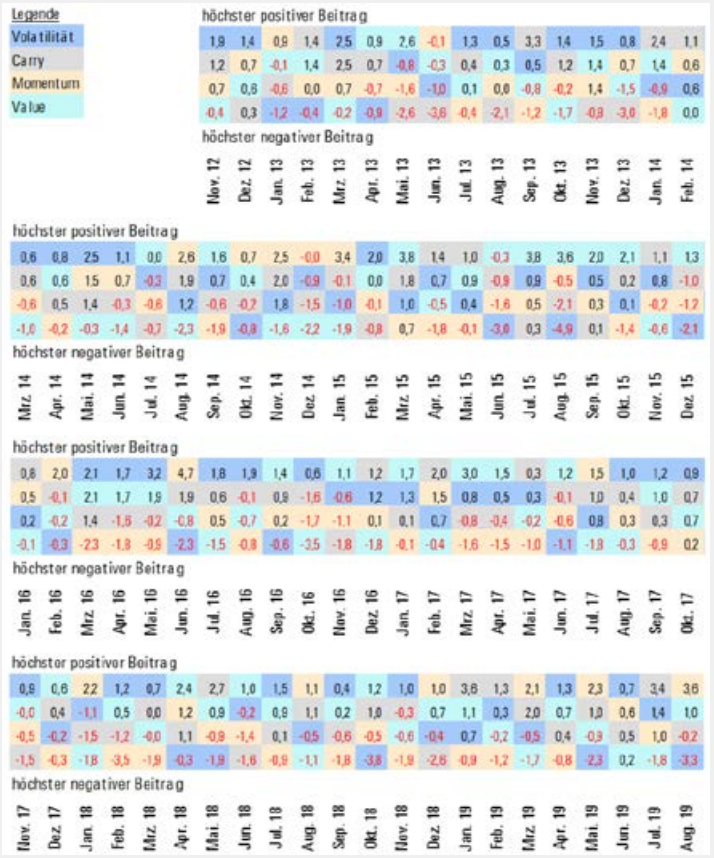


Abb. 2: Sortierte Monatsrenditen alternativer Strategien

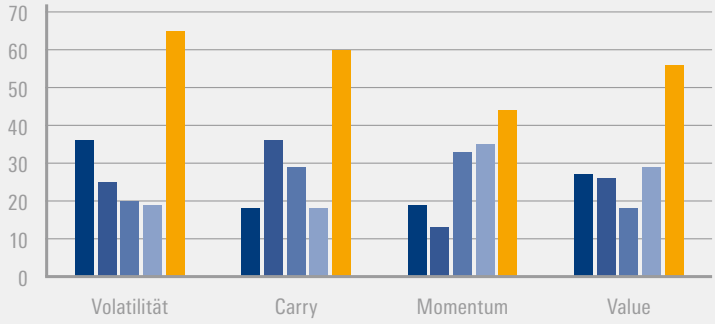
in %



über die verwendeten Instrumente, den eingesetzten Leverage und den Investmentprozess nötig. Auch ein möglichst langer Track-Record mit unterschiedlichen Marktphasen ist hilfreich, was auch für quantitative Strategien spricht, da sich diese historisch simulieren lassen. So kann ein ausgewogenes Strategieportfolio zusammengestellt werden, das sowohl in den Ertragserwartungen als auch im Risikoverhalten keine Überraschungen bereithält. Einzelstrategien, zum Beispiel Volatilitätsstrategien, mögen auf den ersten Blick sehr attraktiv sein, haben aber vielleicht noch keine Marktphase durchlebt, in der die relevanten Risiken zum Tragen kamen. Gerade die vergangenen beiden Jahre haben bei Volatilitätsstrategien für Ernüchterung gesorgt.

Die Kombination verschiedener Strategien kann diese Gefahr deutlich reduzieren. Volatilitätsstrategien haben in unserem Fonds langfristig einen hohen Performancebeitrag geleistet; 2018 wurden sie aber von Value-Strategien und 2019 von Carry-Strategien deutlich übertroffen. Momentum-Strategien, die 2018 große Probleme hatten, sich zu positionieren, trugen im Dezember 2018 sowie im Mai und August 2019 deutlich zur Stabilisierung der Performance bei. Analog zu klassischen Balanced Portfolios mit einer Kombination von Aktien und Renten bieten Alternative Multi-Strategie-Fonds ebenfalls deutlich robustere Ergebnisse als Einzelstrategien. ●

Abb. 3: Platzierung der Monatsrenditen einzelner Strategien



Kennzahlen	μ in %	σ in %	ω in %	μ/σ	μ/-ω	-ω/σ
Volatilität	2,99	5,00	-4,92	0,60	0,61	0,98
Carry	2,91	5,00	-3,55	0,58	0,82	0,71
Momentum	-0,25	5,00	-3,54	-0,05	-0,07	0,71
Value	3,01	5,00	-3,53	0,60	0,85	0,71
Kombination	5,07	5,00	-3,32	1,01	1,53	0,66

Korrelationen	Volatilität	Carry	Momentum	Value
Volatilität		0,19	-0,17	-0,12
Carry	0,19		0,22	-0,12
Momentum	-0,17	0,22		-0,33
Value	-0,12	-0,12	-0,33	

Fußnoten und sonstige Hinweise

Abb. 1 und 2 auf S. 3 Quelle: Metzler

Abb. 3 oben Quelle: Metzler
Legende: Platz 1, Platz 2, Platz 3, Platz 4, Anteil positiver Renditen

Tabelle oben Legende: μ = Erwartungswert; σ = Volatilität; ω = schlechtestes Monatsergebnis

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler" genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird. Gastbeiträge geben nicht die Meinung von Metzler wieder. Die Weitergabe dieser Unterlage an Dritte, insbesondere an Privatanleger, ist ausdrücklich untersagt. Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden.

Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.