

Unterschätzte Risiken bei benchmarkfreien Rentenstrategien

Renteninvestoren stehen im derzeit volatilen Niedrigzinsumfeld vor enormen Herausforderungen. Einerseits sind sie auf der Suche nach der dringend nötigen Rendite, andererseits möchten sie Risiken vermeiden. Risiken entstehen durch die vergangenen Zinsschritte der Fed und eine höhere Gewichtung volatilerer, weniger liquider Rentenmarktsegmente. Die Jagd nach Rendite hat manche Investoren dazu getrieben, traditionellen Rentenstrategien untreu zu werden und, statt auf Duration, auf höhere Erträge durch geringe Kreditqualität und Währungspositionen zu setzen. Damit entfernt man sich von den klassischen Rentenmarktbenchmarks.

Stärken von Benchmarks

Viele Investoren interessieren sich heutzutage für sogenannte benchmarkfreie Rentenstrategien. Um höhere Gesamterträge zu erzielen und Risiken taktisch steuern zu können, verzichten die Portfoliomanager auf Restriktionen. Anders als klassische Kerninvestments lassen solche Strategien dynamische Portfolios mit einer sehr flexiblen Duration und einer höheren Gewichtung von Hochzinsanleihen, Bankkrediten, Emerging-Market-Anleihen und Währungen zu. Auf eine Benchmark wird dabei meist verzichtet.

So naheliegend das auch ist, so schwer lässt sich ohne echten Maßstab das Risikoprofil eines Portfoliomanagers beurteilen. Auch sektorübergreifende Konzepte sollten nicht auf ein gewisses Benchmarkbewusstsein verzichten. Dies sorgt für ein Mindestmaß an Disziplin und stellt zugleich eine ausreichende Flexibilität für sinnvolle Anlageentscheidungen sicher.

Es ist nicht ratsam, ganz auf die Stärken von Benchmarks zu verzichten – in dem Bemühen, durch taktische Entscheidungen

zyklische Risiken auszuschalten. Denn über den gesamten Marktzyklus haben Benchmarks durchaus ihre Stärken. Dies gilt umso mehr, da sich der Marktzyklus durch die Krise möglicherweise geändert hat. Im Folgenden werden einige der Schwierigkeiten bei Investitionen in benchmarkfreie Portfolios skizziert.

Hohe Mittelzuflüsse in benchmarkfreie Strategien

Die Entwicklung der Mittelzuflüsse in benchmarkfreie Strategien seit der internationalen Finanzkrise ist bemerkenswert. Das verwaltete Vermögen, in Publikumsfonds wie in institutionellen Mandaten, ist exponentiell gewachsen, ebenso wie die Anzahl der Portfolios. So ist das verwaltete Vermögen im E-Vestment-Universum, das

institutionelle Mandate erfasst, seit 2007 im Jahresdurchschnitt um 29 Prozent auf heute 229 Milliarden US-Dollar gestiegen.

Deutlich zugenommen hat auch die Anzahl institutioneller Portfolios, von 48 im Jahr 2007 auf 118 im Jahr 2014. Die Zahl der Publikumsfonds im Morningstar-Universum ist von 20 im Jahr 2007 auf 113 im Jahr 2014 gestiegen und ihr verwaltetes Vermögen hat seit 2007 jährlich um 39 Prozent zugelegt. Heute beträgt es 150 Milliarden US-Dollar.

Die wachsende Zahl der Portfolios und der Anstieg des verwalteten Vermögens verdeutlicht die große Bedeutung dieser Produkte seit der internationalen Finanzkrise. In diese Zeit fiel eine ausgeprägte Hausse bei Unternehmensanleihen. Weil aber die Wertentwicklung der neuen Mandate noch nicht über einen vollen Kreditzyklus gemessen wurde, gibt es kaum eine Vorstellung davon, wie sich die Strategien am Ende eines Konjunkturzyklus oder in einer Aktien-Baisse entwickeln.

Gründe für Mittelzuflüsse

Nur wenige Rentenstrategien haben so hohe Managerisiken wie benchmarkfreie Renteninvestments. Grundsätzlich bevorzugen Investoren zwar Manager, die schon in verschiedenen Marktzyklen erfolgreich waren – aber den Zahlen zufolge setzen jetzt viele Investoren auf Strategien, bei denen eine solche Bewährungsprobe noch aussteht.

Die Daten der Kapitalströme und zahlreiche Indizien sprechen dafür, dass viele Investoren benchmarkfreie Rentenstrategien für Kernstrategien halten, obwohl sie überwiegend in Satelliten-Assetklassen investieren. Andere Investoren wiederum ersetzen in ihren Core-Satellite-Ansätzen

William J. Adams, CFA, Chief Investment Officer – Global Fixed Income, Lars Detlefs, CEFA, Geschäftsführer Deutschland, und Richard O. Hawkins, CFA, Fixed Income Portfolio Manager, alle MFS Investment Management

Mit Blick auf die Volumina ist die Bestandsaufnahme der Autoren klar: Benchmarkfreie Rentenstrategien verzeichneten in der Vergangenheit erhebliche Mittelzuflüsse, weil sich Investoren höhere risikoadjustierte Renditen wünschen. Dass sich mit derartigen Strategien dynamische Portfolios mit einem niedrigeren Durationsrisiko konstruieren lassen, ziehen sie nicht in Zweifel. Aber sie weisen darauf, dass dem niedrigeren Zinsrisiko höhere Kredit- und Währungsrisiken sowie erheblich höhere Managerisiken gegenüberstehen. Eine tragfähige Alternative zu klassischen Rentenportfolios sehen sie folglich in den neuen Strategien nicht. In einem diversifizierten Portfolio, so die These, können sie gerade nicht Aktienrisiken abfedern. (Red.)

alle Satelliten durch ein einziges benchmarkfreies Mandat.

Deren Manager behaupten meist, dass sie ihre Portfolios aus einem international diversifizierten Anlageuniversum zusammenstellen. Dabei würden sie dynamisch Positionen aufbauen, deren Eigenschaften denen klassischer Rentenanlagen manchmal ähneln, manchmal aber auch nicht.

Zweifellos wird das Interesse an solchen Strategien durch die Angst vor Durationsrisiken und den Wunsch getrieben, den Managern bei steigenden Zinsen eine taktische Verkürzung der Duration zu erlauben. Sie können so das Risikobudget behutsam für Titel mit kürzerer Duration und Nischen-Assetklassen einsetzen – und ohne Durationsrisiken das Ertragspotenzial von Credits (Unternehmensanleihen) nutzen.

Es heißt, dass benchmarkgebundene Ansätze in der Vergangenheit durchaus ihre Existenzberechtigung hatten, aber nicht zum aktuellen Marktumfeld passen. Heute wäre ein größeres Anlageuniversum sinnvoller. Man solle auf eine flexible Strategie setzen, die gezielt Risiken eingehen kann und neue, mit den Märkten unkorrelierte Ertragsquellen nutzt.

Mehr Diversifikation ist gut, doch kann bezweifelt werden, dass diese Strategien stets die traditionellen Anforderungen an Anleiheinvestitionen erfüllen. Hinzu kommt, dass eine geringere Duration das Diversifikationspotenzial von Anleihen in einem assetklassenübergreifenden Portfolio mindert. Es ist nämlich gerade das Durationsrisiko, das für Diversifikation sorgt. In benchmarkfreien Mandaten wird meist ein Risiko durch ein anderes ersetzt. An die Stelle des Zinsrisikos tritt ein mehr oder weniger reines Kredit- und Währungsrisiko sowie ein deutlich höheres Managerrisiko.

Rolle von Anleihen im diversifizierten Portfolio

Seit sich in den 1970er Jahren allmählich ein moderner Rentenmarkt entwickelte, haben Investoren Anleihen insbesondere deshalb gekauft, um regelmäßige laufende Erträge und angemessene Gesamterträge zu erzielen, das investierte Kapital zu schützen und Aktienrisiken zu diversifizieren. Mit ihren Cashflows und ihrem

Diversifikationspotenzial helfen Anleihen, schwache Aktienmärkte zu überstehen. Es hat sich gezeigt, dass Anleihen als Ergänzung zu Aktien oft die Volatilität gesenkt und das Portfoliorisiko verringert haben.

Die traditionelle Hauptaufgabe von Anleihen in einem diversifizierten Portfolio ist die eines Puffers. Sie scheint in der aktuellen Diskussion über benchmarkfreie Strategien oft übersehen zu werden. Nicht selten ist von der Diversifikation innerhalb des Rentenbereichs die Rede – aber man übersieht, dass die Diversifikation des assetklassenübergreifenden Gesamtportfolios durch Rentenstrategien mit niedriger Duration abnimmt.

Hinzu kommt, dass die Vorliebe vieler Manager solcher Strategien für Credits die Diversifikation noch weiter verringert. Credits sind stark mit Aktien korreliert. Man setzt also auf Risiken, die stark mit den Aktienmarktrisiken korreliert sind. Investoren sollten sich darüber im Klaren sein, dass durch Umschichtungen in benchmarkfreie Rentenmandate letztlich der Anteil aktienähnlicher Wertpapiere zu Lasten klassischer Anleihen angehoben wird.

Eigenschaften und Performance benchmarkfreier Strategien

Die Konzepte und Performance benchmarkfreier Strategien sind in der Praxis höchst verschieden. Dies gilt für die Duration, die Performance und die Kreditrisiken. Stets zeigen sich große Unterschiede, was für ein sehr hohes Managerrisiko spricht. Das kann leicht übersehen werden, wenn man nur wenige Strategien genau untersucht.

Hinzu kommt, dass das Fondsuniversum nicht eine Gruppe recht ähnlicher Strategien ist, sondern eine Sammlung von Investmentansätzen mit einer hohen Flexibilität. Nicht Ähnlichkeit ist das Aufnahmekriterium, sondern Verschiedenheit. Umso wichtiger ist es, die Anlageziele der Manager genau zu verstehen und ihre Konzepte sehr sorgfältig zu untersuchen – wesentlich sorgfältiger als bei klassischen Strategien.

Durationssteuerung: Die Duration ist einer der wichtigsten Parameter eines Anleiheportfolios. Die Duration benchmarkfreier Strategien liegt zurzeit zwischen

Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen



Verlag und Redaktion:

Verlag Fritz Knapp GmbH
Aschaffener Str. 19, 60599 Frankfurt,
Postfach 7003 62, 60553 Frankfurt.
Telefon: (0 69) 97 08 33-0, Telefax: (0 69) 7 07 84 00
E-Mail: red.zfgk@kreditwesen.de
Internet: www.kreditwesen.de

Herausgeber:

Klaus-Friedrich Otto
Chefredaktion: Dr. Berthold Morschhäuser (Mo),
Philipp Otto (P.O.)

Redaktion: Swantje Benkelberg (sb), Daniel
Rohrig (dro), Hanna Thielemann (Volontärin, ht),
Philipp Hafner (Volontär, ph), Frankfurt am Main

Redaktionssekretariat und Layout:

Anja Oehrl
Die mit Namen versehenen Beiträge geben nicht immer die Meinung der Redaktion wieder. Bei unverlangt eingesandten Manuskripten ist anzugeben, ob dieser oder ein ähnlicher Beitrag bereits einer anderen Zeitschrift angeboten worden ist. Beiträge werden nur zur Alleinveröffentlichung angenommen.

Die Zeitschrift und alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig.

Manuskripte: Mit der Annahme eines Manuskripts zur Veröffentlichung erwirbt der Verlag vom Autor das ausschließliche Verlagsrecht sowie das Recht zur Einspeicherung in eine Datenbank und zur weiteren Vervielfältigung zu gewerblichen Zwecken in jedem technisch möglichen Verfahren. Die vollständige Fassung der Redaktionsrichtlinien finden Sie unter www.kreditwesen.de.

Verlags- und Anzeigenleitung:

Uwe Cappel
Anzeigenverkauf: Hans-Peter Schmitt,
Tel. (0 69) 97 08 33-43

Anzeigenposition:

Stefanie Mitsch, Tel. (0 69) 97 08 33-24,
sämtl. Frankfurt am Main, Aschaffener Str. 19.

Zurzeit ist die Anzeigenpreisliste Nr. 59 vom 1.1.2017 gültig.

Zitierweise:

KREDITWESEN

Erscheinungsweise:

am 1. und 15. jeden Monats.
Bezugsbedingungen: Abonnementspreise inkl. MwSt. und Versandkosten: jährlich € 593,15, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 304,75, 1/4-jährlich € 155,45. Ausland: jährlich € 615,47. Preis des Einzelheftes € 24,00 (zuzügl. Versandkosten).

Verbundabonnement mit der Zeitschrift »bank und markt«: € 904,29, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 474,77, 1/4-jährlich € 248,99. Ausland: jährlich € 931,65.

Studenten: 50% Ermäßigung (auf Grundpreis).

Der Bezugszeitraum gilt jeweils für ein Jahr. Er verlängert sich automatisch um ein weiteres Jahr, wenn nicht einen Monat vor Ablauf dieses Zeitraumes eine schriftliche Abbestellung vorliegt. Bestellungen direkt an den Verlag oder an den Buchhandel.

Probeheftanforderungen bitte unter
Tel.: (0 69) 97 08 33-25.

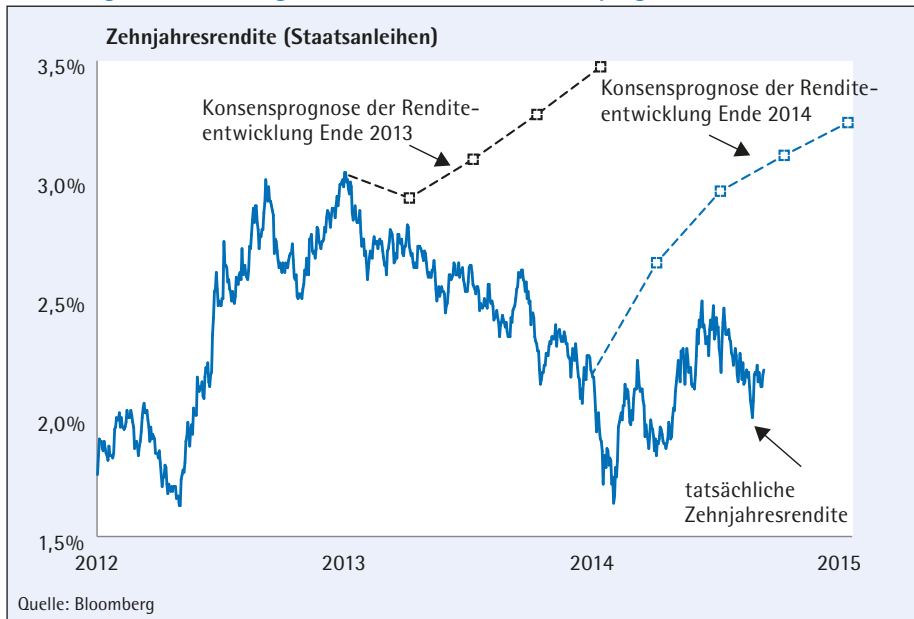
Bei Nichterscheinen ohne Verschulden des Verlags oder infolge höherer Gewalt entfallen alle Ansprüche.

Bankverbindung: Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale, Frankfurt am Main, IBAN: DE73 5005 0000 0010 5550 01, BIC: HELADEF3333

Druck: Druck- und Verlagshaus Zarbock GmbH & Co. KG, Sontraer Straße 6,
60386 Frankfurt am Main.

ISSN 0341-4019

Abbildung 1: Entwicklung von US-Zinsen und Konsensprognosen



2,71 und 11,26; im Median beträgt sie 3,12 Jahre.

Es handelt sich also um eine extrem weite Spanne, was zeigt, wie unterschiedlich die Ansätze sind. Die hohe Streuung der Duration spricht dafür, dass die Portfoliomanager große Freiheiten haben – wenn nicht sogar zu große.

Mit der Durationsentscheidung setzt man entweder auf steigende oder auf fallende Zinsen, doch es ist nicht einfach, Zinsen mit hinreichender Genauigkeit zu prognostizieren. In den letzten Jahren hing die Richtung der Zinsen weitgehend von den Entscheidungen der Notenbanken ab, was die Sache nicht einfacher gemacht hat. Die tatsächliche Zinsentwicklung in den letzten Jahren wich stark von den Konsensprognosen ab (Abbildung 1).

Wie soll ein Investor, bei so viel Freiheit und Verschiedenheit, die Performance der Strategie in einem konkreten Marktumfeld hinreichend genau vorhersagen können? Wird sie für den nächsten Zinsschritt richtig positioniert sein? Wird das Portfolio davon profitieren, wenn die Unternehmensanleihekurse steigen oder die Emerging-Market-Währungen abwerten, oder nicht? Wie wird die Strategie zum Aktienanteil des Portfolios passen? Aufgrund der hohen Flexibilität benchmarkfreier Strategien ist es nahezu unmöglich, das Risiko eines Gesamtportfolios zu modellieren, das

eine solche Strategie enthält. Die drängenden Fragen der Investoren bleiben unbeantwortet.

Volatilität und langfristiger Wertzuwachs

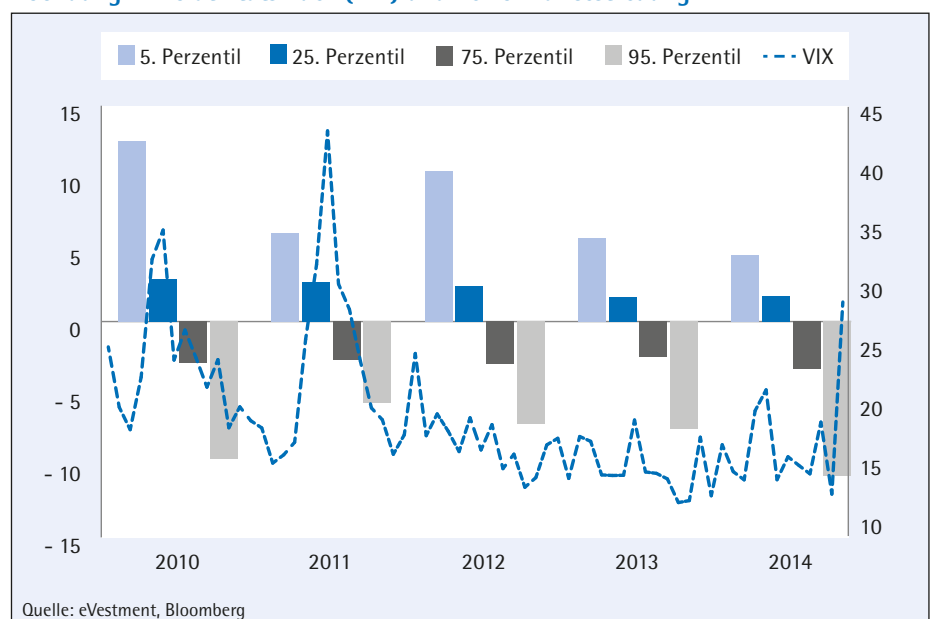
Performancestreuerung: Angesichts des Mangels an klaren Vorgaben überrascht es nicht, dass auch die Erträge der Strategien stark streuen, insbesondere im derzeit ertragsarmen Niedrigzinsumfeld. Der große

Abstand zwischen der Median-Jahresperformance und dem 25. sowie dem 75. Perzentil zeigt, wie unterschiedlich (erfolgreich) die einzelnen Strategien sind.

Abbildung 2 zeigt die Streuung der Performance gemessen an der Abweichung vom Median. So lagen 2014 zwischen dem Median-Jahresertrag und dem 95. Perzentil 3,26 Prozentpunkte, 10,76 Prozent gegenüber 7,5 Prozent. Die Abbildung zeigt auch den VIX, den Volatilitätsindex der CBOE (Chicago Board Options Exchange), ein beliebtes Maß für die implizite Volatilität von Optionen auf den S&P 500. Die gleichzeitige Betrachtung von Performancestreuerung und VIX verdeutlicht die starke Ertragsstreuung, selbst in dem seit 2012 meist sehr schwankungsarmen Marktumfeld. Wenn die Performance selbst in recht stabilen Marktphasen stark streut, müssen die Investoren in volatilen Marktphasen erst recht aufpassen und sich klarmachen, was solche „Anleiheprodukte“ im Portfolio bewirken.

Auch die Volatilität der Strategie streut stark, was viele Investoren möglicherweise übersehen. Die 3-Jahres-Standardabweichung nimmt Werte von 1,71 und 13,96 an, bei einem Median von 3,88. Die Sharpe Ratios sind ebenfalls sehr unterschiedlich. Nach Angaben von E-Vestment liegen sie zwischen 0,70 und 2,86. Anleger sollten wegen der Volatilitätsstreuung genau nachdenken. Sie spricht nicht nur für ein hohes Managerisiko, sondern auch für Perfor-

Abbildung 2: Volatilitätsindex (VIX) und Performancestreuerung



manceeinbußen durch starke Schwankungen, den sogenannten Volatility Drain^{*)}. Eine hohe Volatilität mindert den langfristigen Wertzuwachs.

Die Streuung von Performance und Volatilität wirft mehrere Fragen auf: Ist das Risiko-Ertrags-Profil der Strategien bekannt? Wie entwickelt es sich über einen gesamten Marktzyklus? Das exponentielle Wachstum der Zahl der Portfolios und ihres verwalteten Vermögens seit der Finanzkrise bedeutet, dass sich die meisten Ansätze noch nicht über einen vollen Marktzyklus bewährt haben. Die meisten Strategien gab es 2008 noch nicht.

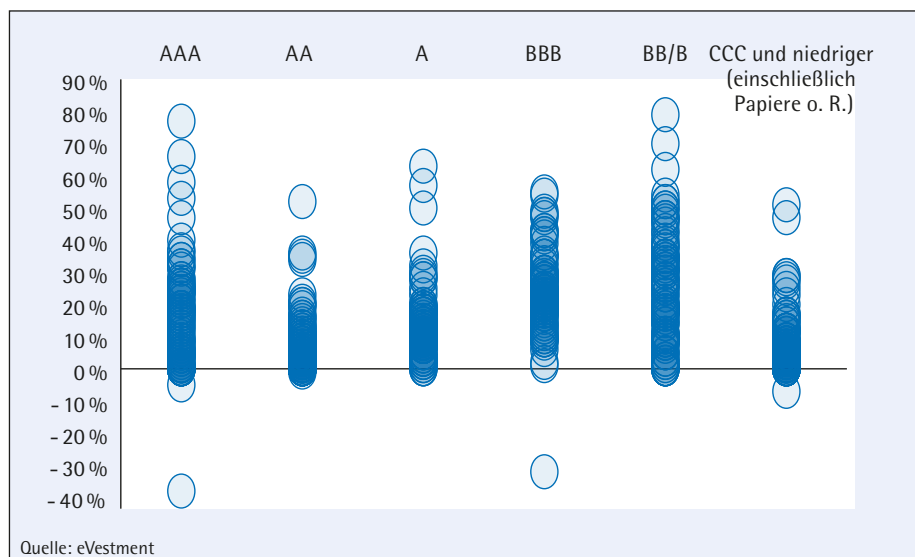
Streuung der Kreditqualität: Abbildung 3 zeigt die Anteile benchmarkfreier Positionen nach Kreditqualität. Im Median ist der Anteil von Investmentgrade-Titeln so hoch wie in weltweit anlegenden Aggregate-Strategien. Der Anteil von Titeln ohne Investmentgrade-Status ist hingegen etwas höher. Benchmarkfreie Strategien halten in der Regel etwas mehr spekulative Anleihen, um höhere Erträge zu erzielen und die Ertragseinbuße durch die zumeist niedrigere Duration auszugleichen (Abbildung 3).

Korrelation mit Aktien: Wie erwähnt sollen Anleihen in assetklassenübergreifenden Portfolios vor allem das Aktienrisiko abfedern. Wenn die Aktienmärkte fallen, steigen oft die Anleihekurse. Bei vielen benchmarkfreien Strategien ist dieser Diversifikationsvorteil aber deutlich kleiner. Sie sind nicht selten stärker mit Aktien als mit Anleihen korreliert: Nur bei 14 Prozent der benchmarkfreien Portfolios liegt die 5-Jahres-Korrelation mit Anleihen über 0,5; bei 77 Prozent übersteigt die Korrelation mit Aktien diesen Wert. Folglich dürften viele der Strategien ebenfalls schwach abschneiden, wenn die Aktienmärkte fallen. Renteninvestments mit einer hohen Aktienmarktkorrelation sind aber stets problematisch.

Analyse für das Global-Aggregate-Universum

Zum Vergleich: Eine ähnliche Analyse für das Global-Aggregate-Universum ergab eine deutlich geringere 5-Jahres-Korrelation mit Aktien und eine deutlich höhere mit Renten. Bei 37 Prozent der Portfolios war die Korrelation mit Aktien größer als 0,5 und bei 43 Prozent war die Korrelation mit Renten größer als 0,5.

Abbildung 3: Streuung der Kreditqualität – E-Vestment-Kategorie Global Unconstrained Fixed Income



Besonders aufschlussreich ist die Performance benchmarkfreier Strategien in den Phasen seit 2007, in denen die Aktienmärkte um mehr als 5 Prozent gefallen sind. Die hohe Korrelation mit Aktien ist eindeutig: Wenn US-Aktien und internationale Aktien an Wert verloren, büßten auch die benchmarkfreien Strategien Wert ein. Traditionelle Anleiheindizes wie der Barclays Global Aggregate Bond (abgesichert in US-Dollar) verzeichneten hingegen Gewinne.

Typische Risiken

Die wachsenden Mittelzuflüsse in benchmarkfreie Strategien sind nicht zu leugnen. Bei genauer Analyse zeigen sich aber die für diese Strategien typischen Risiken. Oft wird das Zinsrisiko (Durationrisiko) durch ein höheres Kredit- und Währungsrisiko ersetzt. Hinzu kommen nicht selten hohe Managerisiken. Wer zugunsten benchmarkfreier Strategien den Anteil klassischer Aggregate-Strategien senkt, muss wissen, dass sich viele der neuen Strategien in volatilen Marktphasen ganz anders als klassische Rentenprodukte entwickeln. Oft sind die Strategien wesentlich stärker mit Aktien als mit Renten korreliert, bis hin zu einer parallelen Entwicklung. Die Strategien können daher die klassischen Aufgaben von Anleihen in der strategischen Asset-Allokation nicht erfüllen. Sie können in einem diversifizierten Portfolio eben gerade nicht Aktienrisiken abfedern. Investoren müssen sich bewusst

sein, dass die Diversifikation unter den neuen Strategien leiden kann.

Man sollte das Durationsrisiko im derzeitigen Marktumfeld nicht als Feind ansehen, sondern nutzen und angemessen steuern. Renteninvestoren sollten sich beim Risikomanagement und der Managerbeurteilung nicht von Moden leiten lassen. Vor allem sollten sie benchmarkbewusst bleiben und nicht alle Vergleichsmaßstäbe aufgeben. Ein benchmarkbewusster Ansatz sorgt für Struktur und Disziplin, sodass sich Rentenportfolios so entwickeln, wie man es von ihnen erwartet, und die Portfoliovolatilität begrenzen, statt sie zu steigern. Die hohe Streuung der Duration, der Performance, der Kreditqualität und der Volatilität benchmarkfreier Strategien kann als Warnsignal angesehen werden. Anleger müssen aufpassen, dass sie nicht auf dem falschen Fuß erwischt werden. Wer nicht die Nerven für die stürmische See hat, in die benchmarkfreie Strategien oft führen, sollte bei dem bleiben, was er kennt.

Fußnote

^{*)} Eine hohe Volatilität hat negative Auswirkungen auf den Portfolioertrag. Angenommen ein Investor hat ein Portfolio im Wert von 100000 US-Dollar, dessen Wert im ersten Monat um 15 Prozent fällt und im folgenden Monat um 15 Prozent steigt. Der durchschnittliche Ertrag ist Null, doch der Portfoliowert ist im ersten Monat auf 85000 US-Dollar gefallen und hat sich im zweiten Monat nur auf 97750 US-Dollar erhöht. Der Verlust von 2250 US-Dollar ist der Volatilität zuzuschreiben.