



Dipl.-Kfm. Werner Krieger, seit 1994 in der Finanzbranche tätig, ist geschäftsführender Gesellschafter der GFA Vermögensverwaltung GmbH und spezialisiert auf die Entwicklung von Handels- und Vermögensverwaltungsstrategien.



Dr. Werner Koch, theoretischer Physiker und seit 1994 in der Finanzbranche, ist nach verschiedenen Stationen im Commerzbank-Konzern heute geschäftsführender Gesellschafter der quantagon financial advisors GmbH in Frankfurt, einem auf quantitativ gesteuerte Anlagestrategien spezialisierten Finanzdienstleister.

Smart Beta 2.0 + Quant schlägt Alpha

„Mit smarten Lösungen Risiken kontrollieren“ – die schnell wachsende Palette an „Smart“-Indizes und entsprechenden ETF-Produkten sowie die aktive Steuerung von Investmentrisiken erlauben den effizienten Aufbau risikoreduzierter Anlagelösungen. In diesem Kontext setzt der auf www.boersenampel.de vorgestellte quantitative Ansatz Anlagequoten und aktives Laufzeitenmanagement konsequent um.

Zeitgemäßes Anlagemanagement erfordert eine möglichst umfassende Kontrolle und Steuerung der Anlagerisiken. Die nachfolgende Analyse soll schrittweise aufzeigen, wie Instrumente und Methoden kombiniert werden können, um mittel- bis langfristig stabile und attraktive Erträge zu generieren.

Von Alpha und Beta ...

Alpha steht gemeinhin für die Rendite, die auf Entscheidungen des Portfoliomanagers zurückzuführen ist – das Gütesiegel aktiver Investmentstrategien. Wer einen Fonds aktiv verwaltet anstatt Marktindizes passiv nachzubilden, muss den Index schlagen – so das Ziel des aktiven Investmentansatzes. Beta bezeichnet jenen Teil der Portfoliorendite, der von der allgemeinen Bewegung eines Marktes erzeugt wird. Anhänger effizienter Märkte glauben nicht, dass durch aktive Einzeltitelauswahl

ein Mehrwert und damit ein Alpha generiert werden kann und kaufen daher den Markt an sich – z. B. in Form von börsengehandelten Fonds (Exchange Traded Funds, ETFs), die einen Index wie z. B. den DAX einfach nur nachbilden. Dass Märkte jedoch nicht effizient sind, hat man während der letzten Krisen leidvoll erfahren müssen. Und dass mehr als 90 Prozent der Fondsmanager langfristig den Markt nicht schlagen und damit kein Alpha erzeugen, ist auch hinlänglich bekannt.

Viele wissenschaftliche Untersuchungen belegen allerdings empirisch, dass es einige systematische Investmentstrategien gibt, die von Risikoprämien profitieren. Obwohl hierbei Risiken (Schwankungen und vorübergehende Verlustphasen) reduziert werden, können mittelfristig dieselben Renditen erzielt werden wie mit einem vergleichbaren, risikoreicheren Depot. Zu den bekanntesten und bereits in

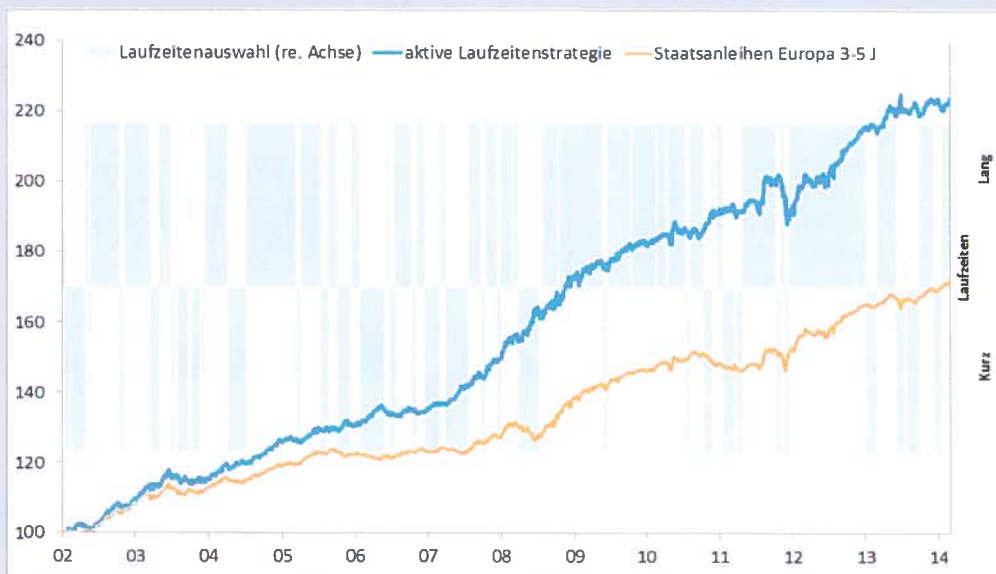
den 60er-Jahren untersuchten Strategien zählt z. B. die Momentum-Strategie. Hierbei wird erfolgreich auf trendstarke Aktien gesetzt. Value-Strategien, wie sie unter anderem in den Research-Affiliates-Fundamental-Indizes (RAFI) umgesetzt werden, liegen hingegen fundamentale Daten wie Cashflow, Umsatz, Dividenden oder Buchwert als Indikatoren zugrunde.

... zu quantitativen Smart-Beta-Strategien

Speziell als Anti-Stress- oder Smart-Beta-1.0-Strategien gelten wiederum Ansätze, mit denen Schwankungen verringert und Rücksetzer/Drawdowns verkleinert werden.

Dazu zählen die Minimum-Varianz oder Low-Volatility-Strategien. Low-Volatility-Strategien setzen auf Aktien mit niedrigem Beta, also mit niedrigen historischen Schwankungen im Vergleich zu ihrem Gesamtmarkt (unterdurchschnittliche Markttrisiken). Auch Minimum-Varianz-Strategien nutzen die Vorteile niedriger Volatilitäten, berücksichtigen dabei aber auch Korrelationen der einzelnen Titel zueinander, um Klumpenrisiken zu vermeiden.

Abbildung 1: Aktive Laufzeitensteuerung – keine Angst vorm Zinsanstieg



Aktive Laufzeitenauswahl bei europäischen Staatsanleihen und Vergleich mit Festallokation 5 bis 7 Jahre (aktive Laufzeiten: Long 5 bis 7 Jahre oder Short 5 bis 7 Jahre). Die aktive Strategie erzielt eine nachhaltige Outperformance, bei etwa 8 Signalen pro Jahr. Datenquellen: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Smart-Beta-2.0-Strategien

Einen Schritt weiter gehen Smart-Beta-2.0-Strategien. Hier ist die richtige Mischung der risikoreduzierenden Strategien, also die Kombination gering korrelierter Absicherungsstrategien, entscheidend. Sie bieten innovative Diversifizierungsvorteile, was vor allem in Stressphasen an den Finanzmärkten zu begrenzten Verlustrisiken führt. Wie könnte ein quantitatives Smart-Beta-2.0-Konzept aussehen? Betrachten wir hierzu den systematischen Aufbau einer Strategie, deren Ziel es ist, Risiken stark zu begrenzen und trotzdem ansprechende Renditen zu erzielen.

Korrelation Aktien/Anleihen

Aktien haben deutlich höhere Schwankungsrisiken als Anleihen. Kombiniert man nun beide Anlageklassen, also z. B. Aktien des DAX und langlaufende Bundesanleihen, in einem Portfolio, so führt dies i. d. R. zu einer erheblichen Verbesserung der Relation von Risiko zu Rendite, da Staatsanleihen und Standardwerte negativ korreliert sind. Trotz des geringeren Risikos steigt durch solch eine Mischung die Rendite des Gesamtdepots.

Fundamental kann dieser Zusammenhang ebenfalls nachvollzogen und begründet werden. Anleihen punkten nämlich meistens dann, wenn sich die wirtschaftlichen Aussichten eintrüben. In diesem Fall liefern gerade Anleihen mit guter Bonität nicht nur einen kleinen Zinsertrag, sondern auch Kursgewinne. Verbessern sich dagegen die Wachstumsaussichten, werden die niedrigen Zinskupons schnell von Kursverlusten aufgezehrt. Dann schlägt die Stunde der Aktien. Insgesamt führen diese Bewegungen zu negativen Korrelationen zwischen DAX und Bundesanleihen.

Durationsstrategie mit Anleihen

20 bis 30 Jahre konnte man recht gut mit langlaufenden Anleihen Geld verdienen. Das Zinstief scheint aber nun mehr oder weniger erreicht zu sein. Zumindest ist zukünftig nicht mehr von weiter stark fallenden Zinsen und damit potenziellen Kursgewinnen im Anleihensegment auszugehen.

Ein wetterfestes Portfolio sollte aber aus hochliquiden Anleihen unbedenklicher Schuldner wie Staatsanleihen bestehen. Illiquide Assets können in Krisenphasen nämlich nur mit hohen Abschlägen verkauft werden. Den

(Zinsänderungs-)Risiken wird dabei mit einem regelbasierten Laufzeitenmanagement auf Basis eines quantitativen Modells begegnet, indem bei fallenden Zinsen in einen Long-ETF auf europäische Staatsanleihen investiert wird und in Phasen steigender Zinsen in einen Short-ETF.

Amundi bietet mit der Kombination zweier Staatsanleihen-ETFs (WKN: AORNV8 und AOYF8J) hierzu optimale Möglichkeiten. Durch den zeitgerechten Einsatz beider ETFs können in allen Marktphasen – egal ob in Phasen überwiegend steigender oder überwiegend fallender Zinsen – positive Erträge erwirtschaftet werden. In Abbildung 1 auf Seite 20 haben wir diese aktive Laufzeitensteuerung als Modellportfolio dargestellt.

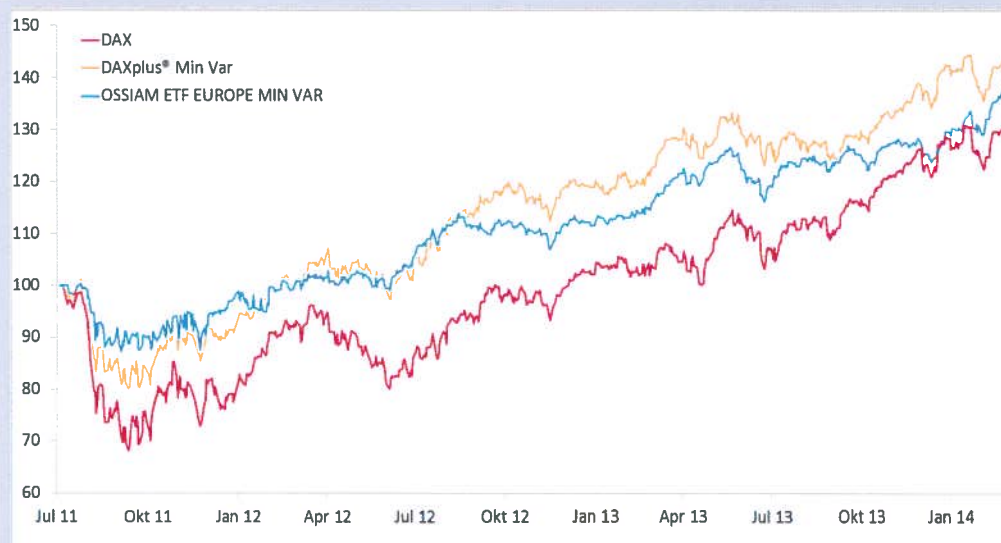
Minimum-Varianz-Prinzip

Aus den 30 DAX-Titeln lässt sich auf Basis von Korrelationen und Schwankungsbreiten das Portfolio mit dem geringsten Risiko berechnen, das sogenannte Minimum-Varianz-Portfolio. Auswahl und Gewichtung der resultierenden, typischerweise

Mit „smarten“ ETF-Produkten und quantitativer Anlagestrategie lassen sich Investmentrisiken konsequent reduzieren - eine wichtige Voraussetzung für nachhaltige Erträge.

Fortsetzung auf Seite 23

Abbildung 2: Risikoreduktion durch Minimum-Varianz-Konzepte



Die Risikoreduktion „smarter“ Indexkonzepte und zugehöriger ETFs zeigt sich sehr deutlich in zwischenzeitlichen maximalen Wertverlusten (maximaler Drawdown seit Juli 2011): DAX ca. -32 %, DAXplus® MinVar ca. -20 % und OssiAm-ETF (ISTOXX® Europe MinVar) bei nur -13 % (höhere Diversifikation). Datenquellen: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Smart Beta 2.0 + Quant ...

Fortsetzung von Seite 21.

10 bis 15 DAX-Titel reduzieren somit das Schwankungsrisiko signifikant im Vergleich zum „normalen“ DAX. Die Deutsche Börse berechnet nach diesem Prinzip den DAXplus-Minimum Variance-Index. Nach demselben Konzept ist auch der Minimum-Varianz-Index auf den STOXX Europe 600 gestrickt. Diese Indizes bilden damit eine risikoarme Variante des DAX bzw. STOXX Europe 600.

Trotzdem zeigen Untersuchungen, dass diese Varianten oft auch die besseren Gewinnchancen ermöglichen. Vor allem aber in Korrekturphasen der Aktienmärkte haben Minimum-Varianz-Indizes besser abgeschnitten als ihre Referenzindizes. Bereits vor der Finanzkrise 2008 entschied sich daher die deutsche Börse, den DAXplus Minimum Variance als Index zu berechnen und die Daten zu veröffentlichen. Der Index durchlief seitdem live bereits zwei starke Korrekturen in den Jahren 2008 und 2011. Beide Krisen hat der DAXplus Minimum Variance mit Bravour gemeistert. Und auch die MinVar-Variante auf den STOXX Europe 600 hat den Einbruch des Aktienmarktes im Jahr 2011, in dem er erstmals berechnet wurde, stark abgefedert, wie man sehr schön aus Abbildung 2 auf Seite 21 entnehmen kann.

Einsatz der Börsenampel

Bei dieser vierten, rein quantitativen Optimierung der Strategie steht die Frage im Mittelpunkt, ob überhaupt in Aktien investiert werden soll. Entsprechend wird die Aktienquote bei Bedarf vollständig auf 70 Prozent aufgebaut (grüne Ampelphase = 70 Prozent Aktien- und 30 Prozent Rentenquote), vollständig abgebaut (gelbe Ampelphase = 100 Prozent Rentenquote) oder man geht sogar im DAX short (rote Ampelphase = 90 Prozent Rentenquote und 10 Prozent DAX-Short), um Einbrüche am Aktienmarkt gewinnbringend nutzen zu können.

Grundlage dieser Entscheidung ist die von uns entwickelte Börsenampel. Ihre Funktionsweise wird auf unserer Homepage www.boersenampel.de genau erläutert und wurde bereits in den VTAD-News Nr. 22 vom November 2013 vorgestellt.

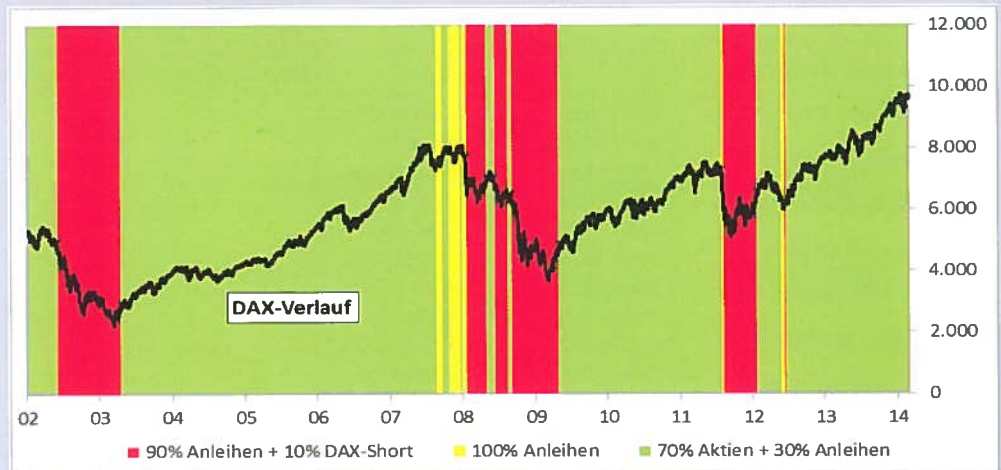
Kombination unkorrelierter Absicherungsstrategien

Grundsätzlich funktionieren nicht alle Absicherungsstrategien in jeder Phase – auch wenn gute quantitative Strategien langfristig diskretionären Ansätzen überlegen sind. So steigen

langlaufende Staatsanleihen „nur“ in 82 Prozent der Fälle, in denen Aktienmärkte einbrechen. Es ist daher notwendig, mehrere voneinander unabhängige Systeme mathematisch miteinander zu verknüpfen. Das Ergebnis kann sich im Vergleich zu anderen Produkten mit ähnlichem Risikoprofil sehen lassen, wie Abbildung 4 verdeutlicht.

Und grundsätzlich gilt: „Lieber auf eine Strategie mit festem Regelwerk verlassen, als auf das glückliche Händchen eines Fondsmanagers angewiesen zu sein.“

Abbildung 3: Die Signale der Börsenampel



Ampelsignale und Anlagequoten Aktien bzw. Anleihen. Ein Vergleich mit dem DAX-Verlauf zeigt das Wechselspiel von Partizipation (grün) und Absicherung (rot bzw. gelb) durch die aktive Allokation gemäß Ampelsignalen. Datenquellen: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Abbildung 4: Smarte ETF-Strategie versus konventionelle Fondslösung



Quantitativ gesteuerte Aktien- und Laufzeitenallokation mit ihrer konsequenten Umsetzung ausschließlich über ETFs (u. a. MinVar-Aktienstrategie) hat „live“ seit 2013 die Nase vorn. Datenquellen: Bloomberg, eigene Berechnungen.