

Finreon Impulse

9. Ausgabe

Juli 2020

Impuls von Finreon

Der neue Puffer im Negativzinsumfeld: Konvexes Drawdown-Management-Portfolio

Impuls aus der Akademie

Stocks and bonds: Flight-to-safety for ever?



Impuls von Finreon

Der neue Puffer im Negativzinsumfeld: Konvexes Drawdown-Management-Portfolio

Durch die aktuelle Niedrigzinsphase verlieren Obligationen ihre traditionelle Portfolio-Pufferfunktion als Gegenstück zu den Aktienanlagen. Entsprechend suchen institutionelle Investoren nach neuen Möglichkeiten, absolut positive Renditen in Phasen starker Aktienmarktkorrekturen zu erwirtschaften und somit die Konvexität der Renditeverteilung zu erhöhen. Ein Drawdown-Management-Portfolio kombiniert dabei verschiedene Strategien mit dem Ziel, ein besonders attraktives Auszahlungsprofil in Krisenzeiten zu erwirtschaften.



Autor:
Severin Lienhard, B.A., B.Sc.
Business Development

Institutionelle Investoren suchen in einem gemischten Portfolio die Eigenschaft **der konvexen Renditeverteilung**: Konvexe Anlagestrategien kombinieren das **Aufwärtspotenzial** eines Investments mit einer **starken Reduktion des „Abwärtspotenzials“** bzw. des möglichen Drawdowns. Letzteres wird in der Regel durch einen (leichten) Verzicht auf Aufwärtspotenzial finanziert. **Im aktuellen Tiefzinsumfeld ist die Konvexität bei traditionellen gemischten Portfolios jedoch nur noch bedingt gegeben**: Konnten institutionelle Investoren in der Finanzkrise 2008/2009 noch von einem Zinspuffer bei den Obligationen profitieren, fallen diese im heutigen Umfeld sowohl als Puffer als auch als Renditetreiber weg. **Schwankungen** bei den risikoreichen Anlageklassen, insbesondere Aktien, schlagen sich somit vermehrt direkt in der Gesamtportfolioentwicklung nieder und werden **nicht mehr abgedeckt**. Folglich sind institutionelle Investoren auf der Suche **nach Anlagen**, welche es ihnen erlauben, **die gewünschte Konvexität der Renditeverteilung wieder zu erhöhen** bzw. die **Pufferfunktion von Obligationen zu ersetzen**.

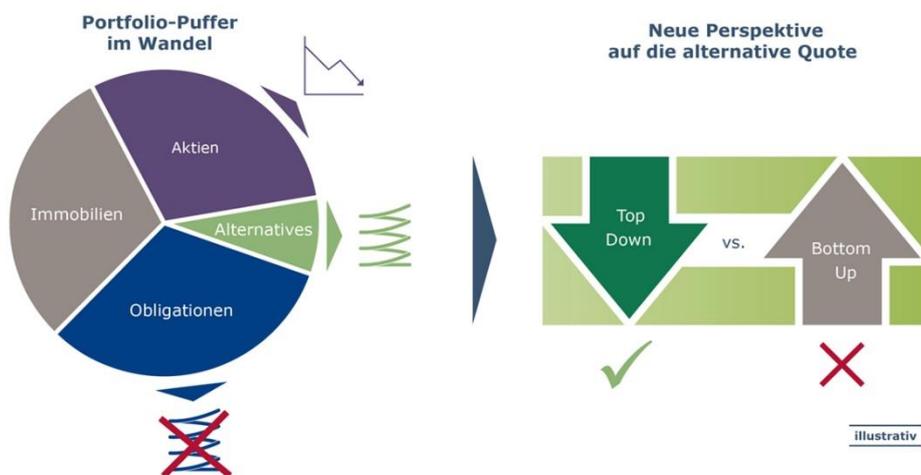


Abbildung 1: Illustrative Portfoliozusammensetzung sowie Konzept für Strukturierung der alternativen Quote

Quelle: Finreon Research

Eine neue Perspektive auf die alternative Quote

Der Fokus richtet sich dabei vermehrt auf die Strukturierung der **Alternativen Anlagen**, was mit einem eigentlichen **Perspektivenwechsel** einhergeht: Oft werden alternative Anlageklassen und -produkte nach dem «**bottom-up**»-Prinzip ausgewählt, d.h. sie werden unabhängig vom Gesamtportfoliokontext und vor allem aufgrund ihrer «stand-alone» Rendite-/Risikoeigenschaften ausgewählt. Dahingegen wird beim «**Top-Down**»-Ansatz in erster Linie das Ziel definiert, welches die Alternativen Anlagen im Gesamtportfoliokontext zu erfüllen haben – im vorliegenden Fall als **konvexer Puffer bei grossen Verwerfungen am Aktienmarkt** zu dienen.

Konvexe Anlagestrategien gewinnen an Bedeutung

Um diese Konvexität innerhalb der alternativen Quote zu erreichen stehen den Investoren in der Praxis verschiedene Instrumente zur Verfügung, wie beispielsweise **Long Volatility-Strategien, CTAs (Managed Futures)** oder verschiedene Formen von **systematischem Risikomanagement**. Insbesondere CTAs und Long Vola Ansätze werden häufig zum Drawdown-Management eingesetzt, da diese Strategien eine hohe Wahrscheinlichkeit von absolut positiven Renditen bzw. eine negative Korrelation zu Aktien bei grossen Aktienmarktverwerfungen aufweisen.

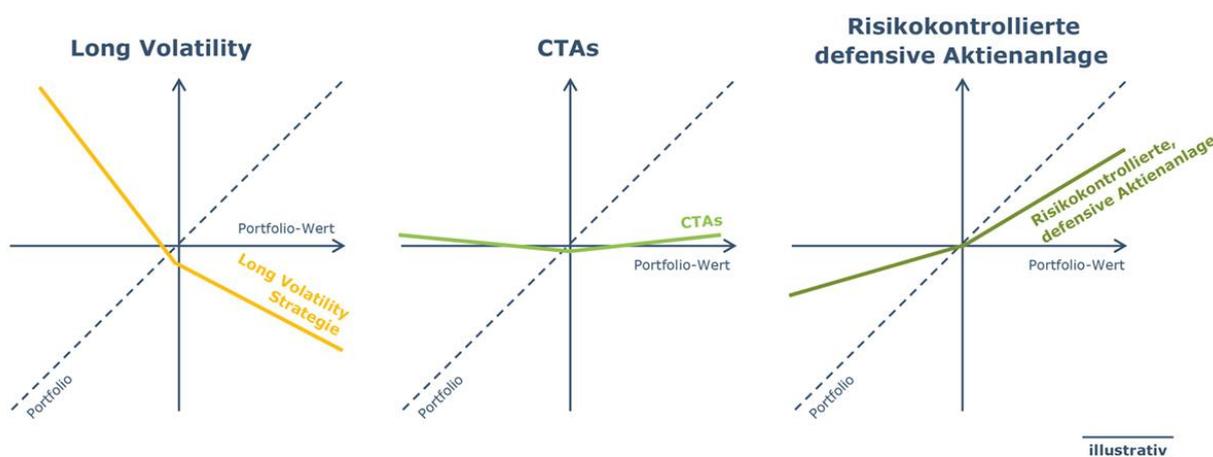


Abbildung 2: Illustrative Pay-Off Profile von drei konvexen Strategien

Basierend auf empirischen Beobachtungen. Long Vola Strategien: CBOE Eurekahedge Long Volatility Hedge Fund Index, CTAs: SG Trend, risikokontrollierte und defensive Aktienlösung: Finreon Premium Stable Income NR.
Quelle: Finreon Research, Thomson Reuters. Zeitraum: 12/2007-05/2020.

Klassische, konvexe Instrumente sind mit Nachteilen verbunden

Wie **Abbildung 2** aufzeigt, eignen sich diese verschiedenen Strategien jedoch isoliert **nur begrenzt für ein Konvexitätsmanagement**. Klassische konvexe Strategien wie CTAs beispielsweise haben sich historisch als nur bedingt konvex erwiesen. Die Absicherungsfunktion von Long Volatility Strategien wiederum, die in turbulenten Marktphasen positive Renditen erwirtschaften sollen, muss in ruhigen Marktphasen durch stark negative Renditen «erkauft» werden. Risikomanagement-Ansätze hingegen zeichnen sich dadurch aus, dass sie in ruhigen Marktphasen eine Partizipation an der Marktentwicklung erlauben, in Hochrisikophasen jedoch (wenn auch weniger stark) mit dem Aktienmarkt korrelieren. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die genannten, konvexen Strategien isoliert betrachtet die gewünschte Pufferfunktion von Obligationen nur unzureichend erfüllen können.

Kombination führt zum Erfolg

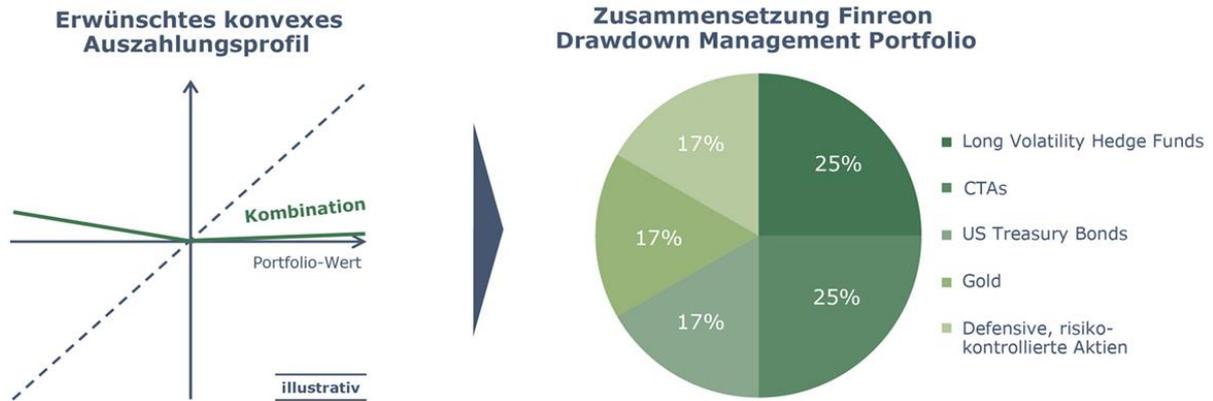


Abbildung 3: Illustratives Payoff-Profil der Kombination aus konvexen Strategien sowie Zusammensetzung des Finreon Drawdown-Management Portfolios
 Quelle: Finreon Research, Thomson Reuters, Eureka hedge & CBOE.

Die **Heterogenität der Auszahlungsstrukturen** der verschiedenen konvexen Strategien eröffnet jedoch ein **hohes Diversifikationspotenzial**. Das **Finreon Drawdown-Management-Portfolio** (vorgestellt am 4. September 2019 am akademischen Lunchseminar) bildet eine optimierte **Kombination aus fünf sich ergänzenden Ansätzen** – 25% Long Volatility Strategien, 25% CTAs, 17% US Treasuries, 17% Gold und 17% risikokontrollierte, defensive Aktien. Die Gewichtungen der einzelnen Anlageklassen wurden so gewählt, dass das Gesamtportfolio sich durch eine **positive Rendite in Hochrisikophasen** auszeichnet, welche jedoch nicht durch hohe «Kosten» in ruhigen Marktphasen erkauf werden muss.

Das Drawdown-Management-Portfolio hat sich empirisch bewährt

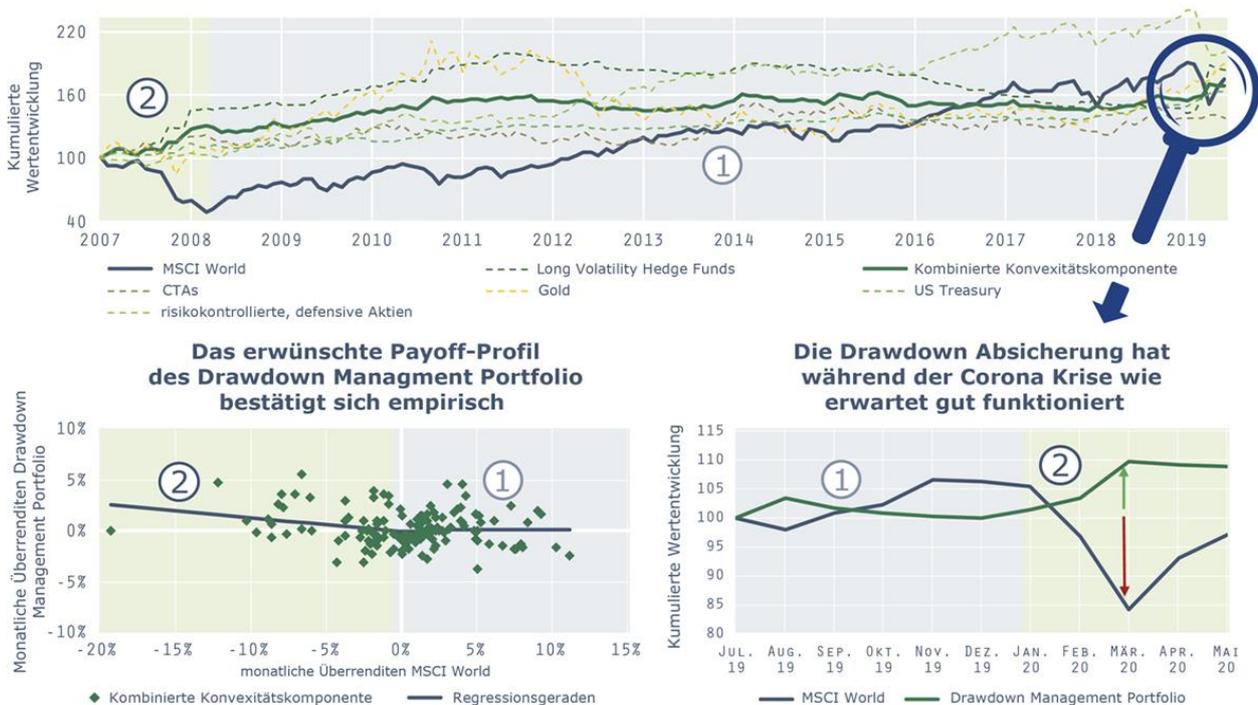


Abbildung 4: Wertentwicklung des Drawdown-Management-Portfolios
 Quelle: Finreon Research, Bloomberg, Thomson Reuters, Eureka hedge & CBOE, Zeitraum: 12/2007-05/2020.
Linke Grafik: Regressionsanalyse des Drawdown-Management-Portfolios basierend auf empirischen Beobachtungen, Zeitraum: 12/2007-05/2020. **Rechte Grafik:** Überrenditen gegenüber USD 1M Libor vom MSCI World und Drawdown-Management-Portfolio, Zeitraum: 07/2019-05/2020.

Die richtige **Kombination** verschiedener konvexer Strategien **in ein systematisches Drawdown-Management-Portfolio** schöpft idealerweise die unterschiedlichen Eigenschaften der verfügbaren Ansätze ab. Das Finreon Drawdown-Management-Portfolio liefert ein konvexes Auszahlungsprofil, welches auch in ruhigen Marktphasen ein **kostengünstiges Drawdown-Management** erlaubt (Abbildung 4, Grafik links unten). Die Drawdown-reduzierenden Merkmale der Strategien werden in **turbulenten Phasen (2)** abgeschöpft ohne in **ruhigen Marktphasen (1)** zu hohe Kosten zu verursachen. Auch das Verlust-Reduktionspotential konnte während der Corona Krise gut beobachtet werden (Abbildung 4, Grafik rechts unten). Das **Finreon Drawdown-Management-Portfolio** konnte im ersten Quartal 2020 einen YTD Gewinn von **+9.7%** erzielen, während der MSCI World einen Verlust von **-21%** erleiden musste.

Schlussfolgerungen

- Um die verloren gegangene **Pufferfunktion von Obligationen** bei Aktienmarktverwerfungen **zu ersetzen**, gewinnt eine zielgerichtete «**Top-Down**» **Strukturierung der alternativen Quote** an Bedeutung.
- Investoren sollten dabei auf die **Diversifikation der verfügbaren konvexen Ansätze** setzen, um die Portfoliokonvexität optimal zu gestalten.
- Ein optimiertes **Drawdown-Management-Portfolio** ermöglicht es, ein **attraktives Pay-Off-Profil** zu erzielen, welches **Substanzverluste reduziert** ohne das **Aufwärtspotenzial in ruhigen Marktphasen** zu stark zu mindern.

Impuls aus der Akademie

Stocks and bonds: Flight-to-safety for ever?



Autor:
Alexander Gruber, Ph.D. HSG
Head of Economic Research & Advisory und
Lehrbeauftragter an der Universität St.Gallen (HSG)

Diese Forschungsarbeit geht der spannenden Frage nach, inwiefern das **Phänomen der Flucht aus relativ riskanten Aktien in sicherere Anleihen** in Phasen ausgeprägter Marktverwerfungen («**Flight-to-Safety**») im aktuellen Tiefzinsumfeld noch seine Gültigkeit hat.

Die Motivation für diese Studie liegt auf der Hand: In der momentanen Niedrigzinsphase liegt nämlich die Vermutung nahe, dass die traditionellen Motive für die Flucht in den sicheren Hafen Anleihen (z.B. Vermögensschutz, Portfoliodiversifikation und Liquidität) für Investoren nicht mehr überzeugend genug sein könnten und dass diese Flucht deshalb weniger stark ausgeprägt ist.

Die empirischen Analysen der Autoren basierend auf Daten zu US Staatsanleihen und dem S&P 500 Index zeigen tatsächlich, dass die **Stärke des «Flight-to-Safety»-Effekts abnimmt**, wenn die **Yields auf Staatsanleihen tief sind**. Dieses Ergebnis bleibt auch bestehen, wenn man für die Effekte traditioneller «Flight-to-Safety» Faktoren wie den VIX, TED Spreads und das allgemeine Mass an Illiquidität am Aktienmarkt kontrolliert.

Ausserdem entwickeln die Autoren ein bivariates Modell für den «Flight-to-Safety»-Effekt, welcher misst inwiefern dieser beobachtete Rückgang der Flucht-Ströme von US Aktien in US Staatsanleihen mit Ausweich-Flucht-Strömen von Aktien in andere, **profitablere «Safe Haven»-Vermögenswerte** wie Gold, Schweizer Franken oder Japanische Yen zusammenhängt.

Die Ergebnisse zeigen, dass dieser Fluchteffekt von Aktien in diese alternativen «Safe-Haven»-Vermögenswerte gerade dann an Fahrt gewinnt, wenn die **Fluchtströme von US Aktien in US Anleihen nachlassen**. Dieser Ausweich-Effekt ist ausschliesslich im Tiefzinsumfeld zu beobachten, was für diese Phasen einen Substitutions-Effekt innerhalb der Klasse dieser sogenannten «Safe-Haven»-Vermögenswerte suggeriert.

Diese Erkenntnisse darüber wie das Niedrigzinsumfeld «Flight-to-Safety»-Effekte beeinflusst sind **für verschiedenste Akteure von grosser Relevanz**: Investoren lassen diese in ihre Vermögensallokation und in ihr Risikomanagement einfließen. Akademiker und (geld-)politische Entscheidungsträger berücksichtigen die Erkenntnisse vor allem wenn es um die Knappheitsimplikationen von «Safe-Haven» Assets und um die Auswirkungen ihrer unkonventionellen Geldpolitik zum Beispiel auf Wechselkurse geht.

Quelle: Christophe Boucher und Sessi Tokpavi, Journal of International Money and Finance, 2019.

Schlussfolgerungen

*Diese aufschlussreiche, empirische Studie zeigt, dass der **Flucht-Effekt aus relativ risikanten US Aktien in sicherere US Anleihen in Zeiten ausgeprägter Marktverwerfungen («Flight-to-Safety»)** in Niedrigzinsphasen deutlich an Stärke verliert. Sie beweist ausserdem, dass es **gerade in solchen Tiefzinsphasen zu Ausweich-Flucht-Strömen in andere «Safe Haven»-Vermögenswerte wie Gold, Schweizer Franken oder Japanische Yen** kommt. Die Ergebnisse suggerieren damit für Phasen tiefer Zinsen einen Substitutions-Effekt innerhalb der Klasse dieser «Safe-Haven»-Vermögenswerte. Diese Ergebnisse sind sowohl für Investoren und Akademiker als auch für (geld-) politische Entscheidungsträger von grosser Relevanz.*

Finreon – Ein Spin-Off der Universität St.Gallen (HSG)

Das Unternehmen Finreon entstand als Spin-Off der Universität St.Gallen (HSG) und gilt heute als etablierte und kompetente Partnerin, wenn es um innovative Anlagekonzepte im Bereich der Vermögensverwaltung und dem Advisory institutioneller Kunden geht. Die Lösungen von Finreon basieren auf langjähriger Praxiserfahrung und neuesten Erkenntnissen aus der Forschung mit modernen Finanzmarkttheorien.



CEO

Dr. Ralf Seiz
Lehrbeauftragter Universität St.Gallen

Kontakt

Finreon AG
Oberer Graben 3
CH-9000 St.Gallen

+41 71 230 08 06

info@finreon.ch
www.finreon.ch

Disclaimer

Diese Unterlagen und die darin enthaltenen Informationen sind nur für ausgewählte qualifizierte Investoren bestimmt und vertraulich. Eine Reproduktion oder eine Weiterverwendung ist nicht erlaubt. Die vorliegende Dokumentation stellt weder eine Empfehlung noch eine Offerte zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäfts dar. Sie dient lediglich zu Informationszwecken. Obwohl Finreon AG bestrebt ist, den Inhalt dieses Dokuments korrekt und vollständig zu halten, wird keine Garantie für dessen Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit gegeben. Jede Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus diesen Informationen ergeben, wird ausgeschlossen. Historische Renditen sind keine Garantie für zukünftige Erträge.