

Intelligente Overlay-Ansätze

—

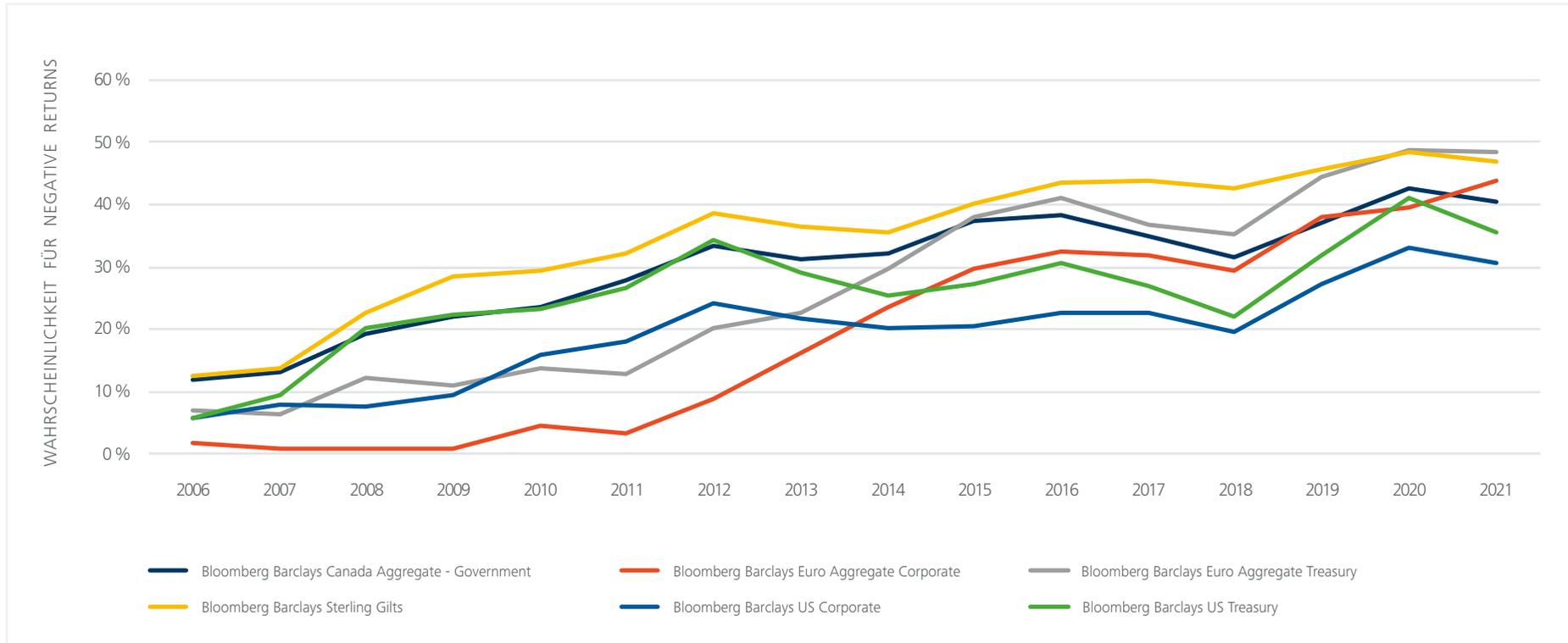
Rettet Overlay die Sharpe Ratio des Anleihemarktes?

Die letzten 30 Jahre waren – mit kurzen Unterbrechungen – geprägt von fallenden Zinsen. Dieser Trend führte zu niedrigeren Diskontsätzen, fallenden Kupons und längeren Laufzeiten neu emittierter Anleihen. Als Nebeneffekt dieser Entwicklung ist eine schleichende Zunahme der Preissensitivität der Anleihen in Bezug auf Zinsmarktbe-
wegungen und damit des impliziten Risikos in den üblichen Anleihe-Benchmarks zu beobachten: Die Wahrscheinlichkeit von Verlusten bei Anleihe-Investments steigt, wie die **Abbildung 1** auf der folgenden Seite veranschaulicht.



Steigende Verlustrisiken

Abb. 1: Entwicklung der Verlustwahrscheinlichkeit von Anleihe-Investments im Zeitverlauf



Quelle: Bloomberg / eigene Berechnungen: Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

Ex-ante-Wahrscheinlichkeit für negative Erträge über einen Ein-Jahres-Horizont für verschiedene Anleihe-Indizes. Die Wahrscheinlichkeitsberechnung legt eine Normalverteilung der Zinsveränderungen zu Grunde und wird basierend auf den laufenden Renditen und den approximierten Indexrisiken geschätzt.



1.

Anleihemärkte weltweit: Vergleichbare Entwicklungen

Während im Januar 2006 ein Anstieg des Zinses um 1 % noch ungefähr zu einem Kursverlust von 5,1 % im Bloomberg Barclays US Treasury Index führte, hätte derselbe Zinsanstieg im Januar 2021 einen Kursverlust von circa 7,1 % verursacht.

Diese Entwicklung ist in einem ähnlichen Ausmaß auch in Europa zu beobachten, und sie betrifft sowohl Staats- als auch Unternehmensanleihen. Insgesamt hat sich das Rendite-Risiko-Verhältnis des Anleihemarktes im Vergleich zur Vergangenheit deutlich verschlechtert. Konnten im Jahr 2007 vor der Finanzkrise im Mittel noch rund 70 Basispunkte Renditeanstieg auf Jahres-sicht von den Anleihe-Indizes kompensiert werden, so sinkt der kompensierbare Renditeanstieg im Laufe der Jahre immer deutlicher ab. Mittlerweile liegt dieser Renditeanstieg per Ende Juni 2021 im Mittel bei lediglich 12 Basispunkten.



2.

Herausforderungen für benchmarkorientierte Investoren

Investoren, die sich benchmarkorientiert aufgestellt haben, gehen damit mittlerweile erhöhte Risiken ein, die eine deutlich höhere Wahrscheinlichkeit einer negativen Rendite zur Folge haben. Zwei der naheliegenden Anpassungen sind dabei nicht zu empfehlen:

1. Eine erhebliche Reduktion der Anleihepositionen insgesamt ist abgesehen von regulatorischen Hindernissen auch aus Diversifikationsicht nur suboptimal.
2. Auch ein Wechsel der Investments auf Anleihen mit kürzerer Laufzeit löst die Problematik nicht: Neben einer nochmals geringeren Verzinsung führt die geringere Volatilität kurzfristiger Anleihen auch zu einem reduzierten Diversifikationseffekt gegenüber Aktien-Investments.

Welche Handlungsoptionen stehen Investoren zur Verfügung, um die Sharpe Ratio von Anleihen attraktiv zu gestalten und gleichzeitig deren Diversifikationseigenschaften für das Portfolio zu bewahren?



3.

Neue Handlungsoptionen durch Risiko-Overlay

Die Veränderungen an den Anleihemärkten und die Anwendung eines darauf abgestimmten Risiko-Overlays können Investoren neue Handlungsoptionen eröffnen. Ziel des Risiko-Overlays ist es, die gestiegenen Risiken eines Anleiheportfolios im aktuellen Marktumfeld durch die Implementierung einer Strategie mit nicht-symmetrischer Renditestruktur zu adressieren. So kann auch Investoren mit geringen Risikobudgets oder entsprechenden regulatorischen Verpflichtungen ein Anleihe-Investment mit verbesserten Renditeaussichten ermöglicht werden, während die Anleihen gleichzeitig zur Diversifikation des Gesamtportfolios wirkungsvoll beitragen.

3. — Neue Handlungsoptionen durch Risiko-Overlay

Abb. 2: Risiko-Overlay: Risiko reduzieren, Wertuntergrenze sichern, Rendite verbessern



Quelle: Bloomberg / eigene Berechnungen: Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

Die Wertentwicklung des zins- und durationsadjustierten Bloomberg Barclays Euro Aggregate Treasury Total Return Index mit und ohne Risiko-Overlay im Zeitraum vom 1. Juli 2005 bis 30. Juni 2008. Es wird eine perfekte Hedge-Qualität angenommen. Die graue Linie zeigt die Wertuntergrenze, die vom Portfoliowert nicht unterschritten werden sollte. Sobald der Portfoliowert der Wertuntergrenze nah kommt, wird sukzessive eine Sicherung gegen weitere Kursverluste aufgebaut. Diese Sicherung wird entweder durch Kursgewinne oder in einer Situation nahe der Vollsicherung nach drei Monaten wieder aufgelöst.

3. — Neue Handlungsoptionen durch Risiko-Overlay

Eine detaillierte, auf Szenarien mit stagnierendem oder steigendem Zinsniveau fokussierte Analyse der Anleihemärkte ist die Grundlage für den Einsatz des Risiko-Overlays. Die durchgeführten Szenarien zeigen, dass je nach Situation das Risiko-Overlay den Maximum Drawdown um mehr als ein Drittel reduziert, während die durchschnittliche Gesamrendite gesteigert werden kann. Die Volatilität des Portfolios mit Risiko-Overlay liegt gegenüber dem Portfolio ohne Risiko-Overlay um ungefähr 20 % niedriger, vor allem durch die Reduktion des Investitionsgrads in Zinsanstiegsphasen. Hier zeigen sich die Vorteile des Risiko-Overlays: Durch die performanceabhängigen Sicherungsphasen werden in der vergleichsweise symmetrischen Renditestruktur des Basisportfolios die Verluste tendenziell reduziert,

während die Gewinne beibehalten werden können. Dadurch wird eine nicht-symmetrische Renditestruktur erzeugt.

Das Risiko-Overlay konnte in den angewendeten Szenarien die Tail-Risiken im Niedrigzinsumfeld reduzieren und die risikoadjustierte Performance deutlich steigern.

Overlay Management

Ob segmentübergreifendes Overlay Management für Portfolios auf der eigenen oder einer externen Plattform, ob Overlay Management im Outsourcing oder als administrierende KVG: Universal-Investment verfügt über langjährige Expertise in der Umsetzung von Overlay-Management-Konzepten – individuell, modular und erprobt.

Universal-Investment ist eine der führenden europäischen Fonds-Service-Plattformen und Super ManCos.



