

Marktneutrale Total-Return-Strategien für institutionelle Portfolios

Dr. Denisa Cumova und Stefanie Kost

Nicht nur in Krisenzeiten kann die Abkopplung der Ertrags- von der Marktentwicklung eine vorteilhafte Strategie darstellen. Bei der Umsetzung einer marktneutralen Investmentstrategie können verschiedenste Parameter zur Anwendung kommen. Relativ neu ist der Einbezug von verhaltenswissenschaftlichen Ansätzen. Dr. Denisa Cumova und Stefanie Kost von der Berenberg Bank in Hamburg stellen eine quantitative Strategie vor, die unter Einbezug von Behavioral-Finance-Erkenntnissen ein asymmetrisches Rendite-Risiko-Profil bei niedriger Volatilität und einer im Vorfeld definierten Wertuntergrenze anstrebt.

Einleitung

„Das beste Alpha ist ein gut gesteuertes Beta.“ Seit der Aktien-Baisse 2008 haben solche Aussagen stark an Bedeutung gewonnen. So steht das Steuern von Marktpreisrisiken mit dem Ziel, möglichst unabhängig von einer bestimmten Marktentwicklung positive Erträge zu erwirtschaften, wieder im Fokus der Investoren. Die Begrenzung von Downside-Risiken, eine Verstetigung der Erträge und somit die Steigerung des Gesamtvermögens gelten als Prämissen für ein langfristiges Überleben am Kapitalmarkt.

In der Praxis hat die mechanische Steuerung der Allokationsquote viele Gesichter. Zu den bekanntesten gehören CPPI-Strukturen (Constant Proportion Portfolio Insurance), Value-at-Risk-basierte Ansätze, „Best of Two“-Mechanismen und Stop-Loss-Strategien. Was die Einschätzung künftiger Marktentwicklungen anbelangt, kommen überwiegend zwei Ansätze zum Tragen: die traditionellen Modelle, abgeleitet aus der Theorie der rationalen Marktteilnehmer, zusammengefasst unter dem Begriff der fundamental-ökonomischen Ansätze, und die Behavioral Finance, welche verhaltenswissenschaftliche Erkenntnisse auf die irrationale Entscheidungsfindung an den Kapitalmärkten projiziert. Beide Zweige werden oft als widersprüchlich wahrgenommen. Dies gilt auch für die Ökonomie und die Psychologie, obgleich sie zwei unabdingbare Aspekte der Wirtschaft darstellen, ebenso wie für die Vernunft und die Emotion, beides Aspekte, die gleichermaßen die menschlichen Entscheidungen prägen.

In der sogenannten „Adaptive Markets Hypothesis“ – die Hypothese der adaptiven Märkte – werden beide Welten, sowohl die klassischen Ansätze der modernen Finanzwirt-

schaft als auch die verhaltenswissenschaftlichen Ansätze, sinnvoll miteinander verknüpft. Diese neuartige Vorgehensweise bildet die Basis eines eigens entwickelten Modells zur Steuerung der Marktpreisrisiken, das im Folgenden vorgestellt wird.

Innovatives Multi-Faktor-Modell

Als Entscheidungsgrundlage im Modell dient einerseits die Annahme, dass die künftige Entwicklung der Märkte von den jeweiligen Phasen des Wirtschaftszyklus abhängt, die sich zum Teil durch makroökonomische Faktoren prognostizieren lassen.

Andererseits bezieht das Modell mit ein, dass die Marktentwicklung, vor allem kurzfristig, ebenfalls von der Stimmung und den Emotionen der Marktakteure getrieben wird. Daher basiert das Modell auf fundamentalen, technischen sowie Sentiment-Indikatoren, die durch eine Multi-Faktor-Analyse eine Gesamteinschätzung der künftigen Marktentwicklung, nicht jedoch eine quantifizierte erwartete Rendite einzelner Asset-Klassen liefern. Die entsprechende Einschätzung der Marktentwicklung wird sowohl als Grundlage einer optimalen Allokation der Asset-Klassen Aktien, Anleihen oder Rohstoffe als auch zur Ausgestaltung von Optionsstrategien verwendet.

Die Komplexität der Entscheidungsfindung

Menschliche Entscheidungen entstehen als Ergebnis einer komplexen Interaktion zwischen mehreren Gehirnkomponten. Dabei übernimmt die Großhirnrinde den Teil des logischen Denkens, während das limbische System für die Emotionen zuständig ist. Hirnforscher wiesen nach, dass Emotionen als erste Reaktion entstehen und dem

logischen Denken weit vorausziehen. Bekannt ist beispielsweise der evolutionsbedingte Vorrang emotionaler Reaktionen wie Angst respektive „Kämpfen oder Flüchten“-Entscheidungen, die sehr viel schneller als die Vernunft eine Gefahr erkennen lassen. Die logische Überlegung wird solange unterdrückt, bis die extreme emotionale Reaktion ausklingt.

Dieser Entscheidungsfindungsprozess lässt sich auch auf die Kapitalmärkte übertragen. Beispielsweise entscheiden Marktteilnehmer bei extremen Veränderungen im ersten Moment getrieben von Emotionen wie Panik. Erst im Nachgang setzt eine rationale Marktanalyse ein, so dass entstandene Opportunitäten oder Ineffizienzen im Laufe der Zeit arbitriert werden. Ein kontraproduktives irrationales Verhalten hingegen wird durch die natürliche Selektion in der Regel mit der Zeit vom Markt eliminiert.

Harmonische Verbindung aus klassischen mit verhaltenswissenschaftlichen Ansätzen

Klassische Ansätze der modernen Finanzwirtschaft zur Prognose von Marktentwicklungen wie die Arbitrage-Pricing-Theorie oder das Capital-Asset-Pricing-Modell konzentrieren sich ausschließlich auf einen Aspekt der Kapitalmärkte, nämlich die analytische Ableitung der optimalen Asset-Preise unter rationalen Erwartungen. Folglich reflektieren die künftigen Preise lediglich die Veränderungen ökonomischer Fundamentalwerte.

...

Sie möchten den Artikel weiter lesen? Gerne senden wir Ihnen das Leseexemplar des Absolutreport Nr. 2|2010 zu.

Fordern Sie Ihr kostenloses Leseexemplar an.



Inhalt

- Neue Möglichkeiten für eine dynamische Asset Allocation
- High-Yield-Unternehmensanleihen im institutionellen Portfolio
- Marktneutrale Total-Return-Strategien für institutionelle Portfolios
- Chancen und Risiken von Insurance-Linked Products
- Auswirkungen der AIFM-Richtlinie auf institutionelle Investoren
- Alternative Investmentstrategien im UCITS-Format – ein Überblick
- Kommentare –
Dr. Robert Helm, MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH
Volker Buschmann,
M&G International Investments Ltd.
- Update Credit: Die Kreditwelle rollt weiter

Ja, ich möchte den Artikel weiterlesen.
Bitte senden Sie mir den Absolutreport Nr. 2|2010 kostenlos zu.

Ja, ich möchte mich umfassend informieren.
Bitte senden Sie mir alle Informationen zu den Absolutpublikationen zu.

Beispiel Titel:



Vorname/Nachname

Bereich/Funktion

Unternehmen

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel./Fax

Bitte senden oder faxen an:
info@absolut-report.de, +49 (0)40 30 37 79-15
Absolut Research GmbH, Große Elbstr. 277a, 22767 Hamburg