

Neue Wege im Management für Staatsanleihen

Andreas Neumann und Silvio Friel von der Berenberg Bank über die Vorteile der Kombination von passivem Portfolio mit aktivem Durationoverlay.

Die Renditen deutscher Staatsanleihen sind auf historische Tiefstände gefallen. Anleger konnten dadurch im vergangenen Jahr mit Bundesanleihen Wertzuwächse im zweistelligen Prozentbereich erzielen. Für viele Investoren stellt sich nun die Frage, wie es weitergeht am Rentenmarkt und welche Handlungsalternativen abgeleitet werden können. Durch die Integration eines rein systematischen Overlays in ein Portfolio mit Staatsanleihen, kann in jedem Zinsumfeld eine Outperformance gegenüber der Benchmark erzielt werden.

Vorteile aus der Kombination eines passiven Rentenportfolios mit aktivem Overlay Management

Das zu Grunde liegende Rentenportfolio kann in Analogie zu den Indexregeln passiv repliziert werden. Die resultierenden Kuponeinnahmen erzielen laufend ordentliche Erträge für die Investoren. In Zinssenkungsphasen wird die Duration des Gesamtportfolios durch den zusätzlichen Kauf von Euro-Bund-Futures im Overlay verlängert. Dadurch wird der positive Effekt auf die Rentenkurse weiter verstärkt. In extrem schwachen Rentenjahren kann durch den Aufbau von Netto-Short-Positionen bei der Duration trotz fallender Kurse des passiven Ren-

tenunderlyings eine positive Rendite für das Gesamtportfolio erzielt werden.

Subjektive Entscheidungen werden verhindert

Overlay Management ist eine Form des Risikomanagements. Die Entscheidungen zur aktiven Risikosteuerung basieren im Overlay Management der Berenberg Bank ausschließlich auf Signalen einer systematischen Multi-Modell Architektur.

- › Systematische Entscheidungsarchitektur sichert hohe Konsistenz aller Entscheidungen
- › Kombination sorgt für deutlich verbesserte Performance
- › Weniger Abhängigkeit von der Entwicklung der Rentenkurse

Die rein systematische Entscheidungsarchitektur stellt dabei eine hohe Konsistenz und Wiederholbarkeit aller getroffenen Entscheidungen sicher. Des Weiteren sollen subjektive Entscheidungen verhindert und das "Key-Man-Risk" reduziert werden. Durch verschiedene Modelle für unterschiedliche Zeitabschnitte können verschiedene Marktanomalien systematisiert und genutzt werden. Somit wird das Verhalten kurz-, mittel- und langfristig orientierter Marktteilnehmer auf Grundlage aktueller Erkenntnisse der Behavioural Finance modelliert und für Anleger investierbar gemacht. Der Multi-Modell-Ansatz erhöht die Stabilität

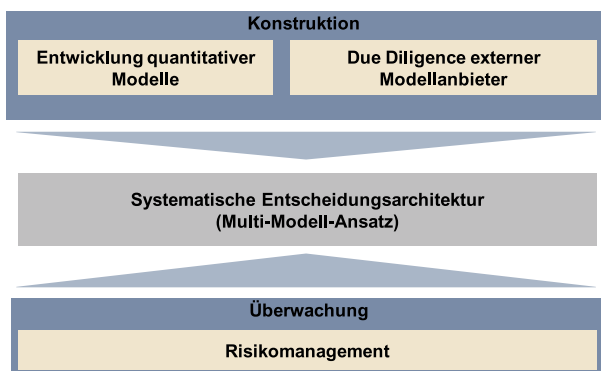
der Renditen und kann dabei die Volatilität der Gesamtposition verringern. Zum Management von Durationsrisiken wurden drei Modelle identifiziert, wovon zwei trendfolgenden Charakter haben und das dritte Modell auch gute Ergebnisse in Seitwärtsphasen liefert. Die Modelle können hinsichtlich der Handelshäufigkeit, der Handelssensitivität, der Modellzustände und der Inputparameter unterschieden werden. Die Modelle sind hierbei stets gleich gewichtet.

Das Team der Berenberg Bank konzentriert sich zum einen auf die Entwicklung eigener Modelle und zum anderen auf die Auswahl quantitativer Modelle externer Modellanbieter. Für letztere wurde ein mehrstufiger Due-Diligence-Prozess entwickelt, der zu einem Scoring-Wert für jeden untersuchten Modellanbieter führt.

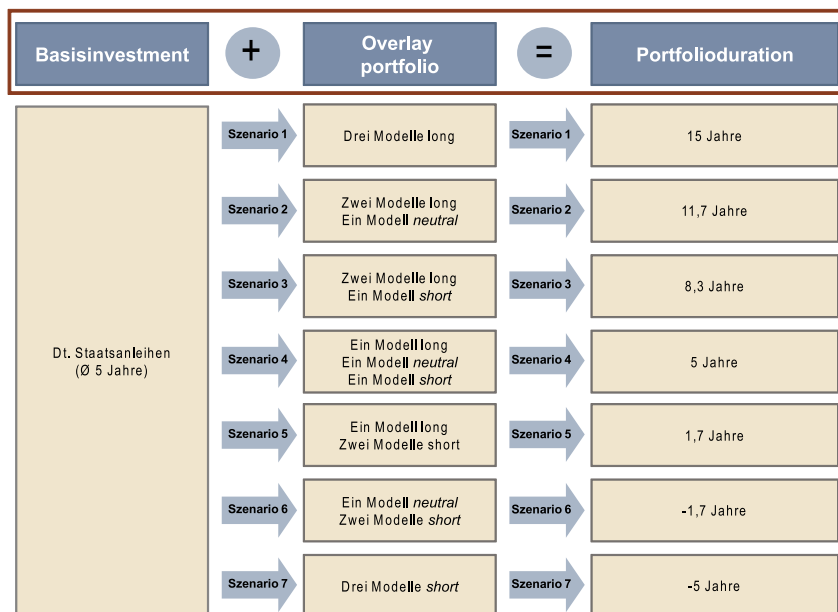
Der Risikokontrolle kommt bei der quantitativen Modellarchitektur eine besondere Bedeutung zu. Es ist unerlässlich, die Anwendbarkeit der Modelle und die Plausibilität der erwirtschafteten Renditen laufend zu überprüfen. Paradigmenwechsel oder ein Rückgang der Liquidität des Marktsegments können dazu führen, dass Modelle aus der Multi-Modell Architektur entfernt werden. Eine weitere Möglichkeit der Risikoüberwachung sind „Best Execution“-Prozeduren. Zur Steuerung der Duration kommen dabei ausschließlich hochliquide Futures zum Einsatz. Um die Slippage-Kosten zu minimieren, werden hocheffiziente Handelsalgorithmen genutzt.

Passives Portfolio kombiniert mit aktivem Overlay

So wird zum Beispiel das passive Rentenunderlying des Publikumsfonds BEO Opportunity (fixed income) mit einem aktiven Durationoverlay kombiniert. Die Abbildung des Rentenportfolios erfolgt dabei in Analogie zum Index und besteht



Konstruktion und Überwachung der Entscheidungsarchitektur
Quelle: Berenberg Bank



Modellpositionierung und Portfolioduration
Quelle: Berenberg Bank

Positive Performance auch bei fallenden Kursen

Der quantitative Investmentprozess des aktiven Overlay Managements steuert die Duration des passiven Rentenportfolios und führt zu einer verbesserten risikoadjustierten Performance im Vergleich zu „Long only“-Benchmarks. Die Kombination eines Investments in Staatsanleihen mit einem Overlay kann die Abhängigkeit der Depotentwicklung von der Entwicklung der Rentenkurse verringern und auch in Zeiten fallender Kurse eine positive Performance erzielen. Die Berenberg Bank hat sich im institutionellen Asset Management unter anderem auf diese Systematik spezialisiert und das Konzept eines systematischen Overlays für risikobewusste Anleger in Form des Publikumsfonds „Berenberg Funds IV - BEO Opportunity (fixed income)“ investierbar gemacht.



Autor: Andreas Neumann
Leiter Investment Advisory
Berenberg Bank
andreas.neumann@berenberg.de



Autor: Silvio Friel
Portfolio Manager
Berenberg Bank
silvio.friel@berenberg.de

überwiegend aus Deutschen Staatsanleihen mit einer Duration von durchschnittlich fünf Jahren. Eine Kassequote ist notwendig, um Marginleistungen zu erbringen und mögliche Drawdowns der Strategie abzufedern. Zur Steuerung der Duration kommen drei Modelle zum Einsatz. Das kurzfristige Modell hat nicht nur die höchste Handelssensitivität (stündlich) sondern mit 40 bis 50 Trades pro Jahr auch die höchste Handelsintensität, was ein schnelles Reagieren auf extreme und plötzliche Marktbewegungen sicherstellt. Ergänzend beleuchtet das langfristige Modell das Marktverhalten langfristig orientierter Investoren. Das dritte Modell liefert verlässliche Signale in Seitwärtsmärkten. Die systematische Entscheidungsarchitektur bietet dabei drei Arten von Signalen für den Euro-Bund-Future: long, neutral oder short. Ausgangspunkt unserer Betrachtung sind Long-Signale in allen drei Modellen, was einer Portfolio-Duration von 15 Jahren entspricht (Szenario 1). Im Falle eines Neutral- oder Short-Signals wird die Portfolio-Duration über den Verkauf von Euro-Bund-Futures schrittweise reduziert. Sind zum Beispiel zwei Modelle long und das dritte Modell generiert ein Neutral-Signal, wird die Duration von 15 auf 11,7 Jahre reduziert (Szenario 2).

Erscheint statt des Neutral- ein Short-Signal, wird die Duration weiter auf 8,3 Jahre verringert (Szenario 3). Diese Systematik umfasst insgesamt sieben Szenarien, die bei Short-Signalen in allen drei Modellen in extrem schwachen Rentenmärkten zu einer Portfolio-Duration von bis zu fünf Jahren führt (Szenario 7). Sobald ein Modell ein Neutral- bzw. Long-Signal generiert, wird die Duration im Portfolio durch Glättstellung der Euro-Bund-Futures stufenweise wieder erhöht.

Auf diese Weise kann eine deutlich verbesserte Performance im Vergleich zur Benchmark erzielt werden. So konnte die quantitative Strategie seit ihrer Umsetzung in Spezialfonds einen durchschnittlichen Wertzuwachs von 10,23 Prozent p.a. (01.01.2002-31.12.2008) erzielen. Seit Auflage des Publikumsfonds am 22. April 2008 wurde die Benchmark (45 Prozent eb.rexx Government Germany 2,5-5,5 / 55 Prozent eb.rexx Government Germany 5,5-10,5) deutlich übertroffen. Während der rund 185 Millionen Euro große Fonds nach Abzug aller Kosten 12,91 Prozent erwirtschaftete, erreichte die Benchmark per 31. Dezember 2008 eine Rendite von 10,36 Prozent.