

## SIGLO Timeout Nr. 11

### Refrain: "...alles hat ein Ende nur die Wurst hat zwei..."

#### Zusammenfassung

Das Versprechen von sogenannten "Tail Hedges", in schwierigen Marktumfeldern stattliche Renditen zu erzielen, tönt verlockend. Besonders für risikoaverse und pfadabhängige Anleger, die schwache Aktienmärkte nicht aussitzen können oder wollen. Wie bereits in unserem Timeout IV vom Januar 2011 beschrieben, sollen Tail Hedges hohe Verluste im Gesamtportfolio vermeiden oder zumindest dämpfen ohne dafür zuviel Gewinnpotenzial aufzugeben. Ob die letzten Wochen einen echten "Tail Event" darstellten, liegt einmal mehr im Auge des Betrachters. Sie lieferten aber in jedem Fall ein Umfeld, um die Zielerreichung von Tail Hedges in der kurzen Frist zu prüfen und deren Absicherungsbeiträge inmitten turbulenter Märkten zu messen. In diesem Timeout lassen wir deshalb die Ergebnisse verschiedener Tail Hedge Produkte generell und anhand ihrer Renditen im August Revue passieren.

#### Einführung

Unter dem Begriff Absicherungsstrategien (engl. "Tail Hedges") wird heute eine Reihe von Anlageprodukten angeboten, welche traditionelle Aktien- und Anleihen-Portfolios vor hohen Verlusten in schwierigen Märkten schützen sollen. Den potenziellen Nutzen solcher Produkte im Portfoliokontext und die Eckpunkte einer professionellen Selektion haben wir bereits unter dem Timeout Titel "Alles hat ein Ende nur die Wurst hat zwei" dargestellt und im Juni 2011 im Rahmen von State Street's Prime Talk vorgestellt. Ob wir nun im August "echte" Tail Events oder nur übliche Kurskorrekturen sahen, diskutieren wir nicht. Wir nehmen in diesem Timeout bloss Kurseinbrüche globaler Aktienmärkte (der MSCI World verlor im August über -7% und zeitweise über 15%), starke Bewegung in Währungen und hohe Zinsschwankungen zum Anlass für eine Review der Leistungen und Renditen verschiedener Tail Hedges. Zudem repetieren wir das Potenzial von Tail Hedges im Kontext institutioneller Portfolios.

#### Arten von Tail Hedge Strategien

Eine wirksame Absicherung mit Tail Hedges ist nur möglich, wenn die Produkte auf die abzusichernden Risiken zugeschnitten und effizient implementiert sind. Ein Auswahlkriterium liegt deshalb im Basisrisiko, d.h. darin, ob ein Produkt wirklich hohe Renditen erzielt, wenn das Gesamtportfolio Verluste erleidet. Anders ausgedrückt, ob ein Tail Hedge direkt und kausal funktioniert oder nur indirekt und nicht unbedingt kausal.

Zwei praktische Beispiele verdeutlichen die Überlegungen hinter dem Basisrisiko;

- Der Verkauf von Terminkontrakten auf den S&P 500 Index zur Absicherung von Anlagen in US Aktien weist ein minimales Basisrisiko auf, weil die Erträge der Terminkontrakte die anfallenden Verluste in US Aktien zuverlässig decken. Umgekehrt werden aber mögliche Gewinne in den Aktien durch Verluste auf Terminkontrakten vernichtet. Dies weil die Absicherung **linear** und damit die Korrelationen der US Aktienrenditen mit denjenigen der Terminkontrakte perfekt negativ ist.
- Der Kauf eines Tail Hedge Produkts, das in aktive Absicherungsstrategien investiert, verspricht zwar den gleichen Effekt im Portfolio (hohe Erträge falls gewisse Märkte oder Anlagen stark an Wert verlieren), aber es besteht oft ein erhebliches Basisrisiko. Denn die Korrelationen zwischen den Renditen der Tail Hedge Strategien im Produkt und denjenigen des Gesamtportfolios sind ev. nicht perfekt negativ, sondern zeitvariabel und oft im Voraus für Laien kaum prognostizierbar. Die **asymmetrischen** Pay-Off Profile aktiver Strategien nährt dafür aber die Hoffnung, nur für Hedging zu zahlen, wenn es notwendig war und allenfalls sogar an möglicherweise steigenden Märkten voll zu partizipieren.

Ist diese Hoffnung gerechtfertigt?

Viele Tail Hedge Produkte bieten keine direkte Absicherung mit tiefem Basisrisiko, weil Anleger dies oft selbst implementieren. Vielmehr enthalten sie eine oder mehrere höchst aktive Strategien mit unterschiedlich hohem Basisrisiko. Wenn wir in nun die Resultate einiger Tail Hedge Strategien und Produkte beurteilen, klassifizieren wir das uns bekannte Universum von über 50 Funds in verschiedene Untergruppen mit ähnlichen Eigenschaften bzgl. Basisrisiko, damit hier nicht Äpfel mit Birnen verglichen werden.

### **Optionsbasierte Ansätze**

Diese Strategien streben ähnliche Pay-Off Profile wie Put Optionen an und weisen ein eher geringes Basisrisiko auf. Die Hauptidee liegt darin, hohe Prämien beim Kauf simpler Put Optionen mit günstigeren Strukturen zu umgehen oder aber für den gleichen Preis mehr Konvexität und Asymmetrie (d.h. mehr Gewinnpotenzial) zu implementieren. Ein Beispiel wären Put-Spreads, welche den Kauf von Out-of-the-Money Puts über den Verkauf von At-the-Money Puts finanzieren.

Im August erzielten die meisten solchen Funds eine positive Rendite, was für diesen Ansatz kein Kunststück war. Die Diskrepanz ist allerdings hoch, rapportierte doch ein Fund nur eine einstellige Rendite, während ein anderer von über 150%! spricht. Wer weiterhin fallende Märkte erwartet und bereit ist, hohe Prämien für die Absicherung zu zahlen, liegt mit diesen Produkten richtig.

### **Volatilitätsstrategien**

Volatilitäts-Produkte handeln vorwiegend Optionen in verschiedenen Anlageklassen und Märkten. Sie versuchen, von erhöhter Unsicherheit bzw. der damit verbundenen steigenden Volatilität zu profitieren. Die Geschichte zeigt, dass massive Kursverluste oft mit ansteigender Volatilität einher gehen, weshalb das Basisrisiko solcher Strategien gering erscheint. Einige Profile ähneln deshalb auch den Optionsstrategien, sind aber oft volatil und nur indirekt wirksam. Bei Volatilitätsstrategien warten allerdings böse Überraschungen, wenn Produkte, ihr Verlustpotenzial und das zugrunde liegende Basisrisiko nicht korrekt kommuniziert bzw. nicht erkannt und verstanden werden.

Im Verlauf des Augusts verlief der Anstieg der Volatilität in ungewöhnlichen und zeitlich verzögerten Mustern. Während Aktienmärkte bereits Ende Juli tauchten, blieb die implizite Volatilität auf Optionsmärkten noch während den ersten Augusttagen tief und die meisten Produkte verdienten nur wenig Geld. Zudem war die Steigung der Fristenstruktur der Volatilität bemerkenswert hoch, was die Umsetzung verteuerte. Erst Mitte August stieg die Volatilität signifikant, was einigen Produkten zu doppelstelligen und dem Gros zu positiven Renditen verhalf.

### **CDS Strategien**

Ein beliebtes Instrument um Kreditrisiken abzusichern, sind die Credit Default Swaps (CDS). Ein Verkäufer verpflichtet sich dabei den Käufer im Falle eines Zahlungsausfalls der zugrundeliegenden Anleihe zu entschädigen, wofür er eine Prämie erhält. Solange die Märkte liquide bleiben, ist das Basisrisiko gering, wie 2008 zeigte, weil ein direkter Zusammenhang zwischen der Bewertung der Anleihe und dem Wert des CDS besteht. Einige Tail Hedge Produkte offerieren heute ein Portfolio von Long CDS Positionen auf verschiedenen Staats- und Unternehmensanleihen und bieten Schutz gegen Kreditrisiken der Emittenten.

Bekannte Produkte erzielten Renditen von 10% bis 25%, wobei der Hauptunterschied, wie erwartet, in der Titelselektion lag. Die hohe Konvexität ausgewählter Produkte bzw. die günstig angebotenen CDS Kontrakte eröffneten im August und auch heute noch ein attraktives Absicherungspotenzial mit starker Asymmetrie zu relativ tiefen Kosten, weshalb uns einige solcher Produkte als Tail Hedge überzeugen.

### **Short Sellers**

Die von uns verfolgten Ansätze tätigen gedeckte Leerverkäufe an Aktienmärkten und profitieren bei fallenden Kursen durch einen günstigeren Wiedereinkauf. Auf den ersten Blick sieht dies nach sehr geringem Basisrisiko aus. Erfahrung und die Krise 08 zeigen aber, dass ein starker Rückgang der Liquidität oder Einschränkungen im Handel (Short Selling Verbote) trotz sinkenden Aktienkursen hohe Verluste in solchen Strategien verursachen können. Die Qualität

dieser Produkte hängt deshalb vor allem von der Auswahl der zu verkaufenden Titel und damit von der Managerselektion ab.

Die Renditen einiger Produkte waren positiv, nicht zuletzt weil im Gegensatz zu 2008 die Liquidität an den Aktienmärkten nicht austrocknete. Die Strategie bleibt aber anspruchsvoll und je nach Produkt wurden im August -4% bis 8% geliefert. Ausblickend sind diese Produkte nur etwas für Anleger, die weiterhin negativ für Aktien eingestellt sind, nicht mit politischem Hyperaktivismus rechnen und über gute Voraussetzungen für erfolgreiche Managerselektionen verfügen.

### **Systematische Ansätze wie CTAs**

CTAs basieren auf der computergestützten Erkennung von Preismustern in diversen Anlageklassen und Märkten und setzen auf sich wiederholende Muster. Innerhalb dieser Gruppe finden wir unzählige Sub-Strategien, welche sich auf unterschiedliche Signale ausrichten. Ein Beispiel sind Trendfolger, welche mit quantitativen Ansätzen Trends in allen Märkten aufspüren, um dann auf deren Kontinuität setzen. Das Basisrisiko bei CTAs ist aus zwei Gründen hoch: Erstens weil die meisten systematischen Modelle nicht nur in eine, sondern in sehr viele Märkte und entsprechende Terminkontrakte investieren und zweitens weil im Voraus nicht gesichert ist, ob und wann die Modelle einen Trend fallender Kurse erkennen und ausnutzen. In diesem Zusammenhang betonen wir, dass sich CTAs selbst nicht als Tail Hedge sehen, sondern lediglich als Anbieter quantitativer Strategien mit tiefer Korrelation zu globalen Aktien. Die Idee, CTAs als Tail Hedges zu verwenden, fusst auf der tiefen Korrelation mit bekannten Anlageklassen sowie den positiven Ergebnissen in 2008. Für uns bieten CTAs interessante Diversifikations-Potenziale bei sorgfältiger Produktauswahl und passen somit in viele Portfolios.

Trendfolger lieferten im August im Schnitt Renditen um rund 2% zeigten aber eine hohe Dispersion mit Ausreissern sowohl bei +6% als auch bei -6%. Kurzfristige Modelle streuten weniger stark und berichteten fast alle positive Werte mit Schnitt von rund 3% mit einem positiven Ausreisser bei 22%.

### **Diskretionäre Global Macro Strategien**

Dies ist die heterogenste und Basisrisiko-reichste Gruppe. Sie umfasst Produkte und Ansätze, welche mit ausgewählten Instrumenten spezifische Risiken absichern bzw. auf den Eintritt ganz bestimmter Ereignisse setzen. Paulson's berühmter Short-Subprime-Trade aus dem Jahr 2007 gehört ebenso in diese Gruppe, wie aktuelle interne Lösungen von Hedge Funds zum Schutz ihres Portfolios gegen die Gefahr steigender Zinsen. Das letztgenannte im August unter die Räder kamen, erstaunt mit Blick auf die Zinsen kaum, weshalb Verluste unter 10% relativ harmlos wirken. Andere Ansätze funktionierten hingegen sehr gut und erzielten über 10% Rendite. Insgesamt ist für uns eine allgemeine Beurteilung dieser Gruppe und ein Kommentar über ihren Nutzen im Portfoliokontext kaum möglich, da einzelne Produkte einfach zu individuell sind.

### **Und welche Produkte kaufe ich nun?**

Wir glauben nach wie vor an Kombinationen von gut ausgewählten Tail Hedges. Erstens, weil es *den* perfekten Tail Hedge nicht gibt, zweitens weil unterschiedliche Portfolios auch unterschiedliche Hedges erfordern und drittens, weil niemand künftige Gefahren so genau antizipieren kann (falls doch, brauchte man sowieso keine Hedges, sondern nur die passenden Positionen). Nicht zuletzt sind wir weiterhin der Ansicht, dass die Basisdiversifikation zwischen Aktien und Anleihen immer stärker unter Druck kommt. Daher sehen wir dringenden Handlungsbedarf im Risikomanagement institutioneller Anleger.

Abschliessend noch ein Wort zu Volatilität und Leverage. Praktisch allen Arten von Tail Hedges sind volatil und gehebelt. Ohne dies wären sie nicht in der Lage, asymmetrische und konvexe Pay-Off Profile anzubieten und so eine effiziente Absicherung von Risiken im Gesamtportfolio zu liefern. Informierte Investoren, die sich für den Diversifikationsbeitrag im Portfoliokontext interessieren, schreckt dies zu Recht nicht ab. Ganz im Gegenteil, denn hohe Volatilität bei tiefer Korrelation steigert sogar das Diversifikationspotenzial; Frei nach dem Motto: "Wenn Positionen zu volatil erscheinen, ist lediglich ihr Gewicht im Portfolio zu hoch".