

## **Was sehen Sie für mich als Investor als Worst Case Szenario bei Ihrer Strategie?**

Die Strategie nutzt weltweit Zinstrends und steile Zinskurven aus. Das funktioniert auf niedrigen und hohen Zinsniveaus gleichermaßen. Insofern wäre ein Szenario mit geringen Zinsbewegungen und flachen Zinskurven ungünstig für die Strategie. In diesem Szenario wären niedrigere Renditen zu erwarten. In einem Szenario mit flachen oder gar inversen Zinskurven und einer länger andauernden Seitwärtsbewegung über einen langen Zeitraum könnten vermehrt Fehlsignale auftreten.

Ein echtes Worst Case Szenario, das zu größeren zwischenzeitlichen Verlusten führen könnte, wäre ein überraschender, schneller und im Ausmaß extremer Kurssturz an den Staatsanleihenmärkten, wie bspw. im Herbst 2001 nach den Anschlägen vom 11. September, als die 5-jährige Treasury-Rendite binnen einer Woche um ca. 60 Basispunkte gestiegen ist. Dieses Szenario ist aber für die allermeisten long-only Rentenstrategien kein positives Szenario.

## **Ist und falls ja in welcher Form ist das Management bzw. die Gesellschafter direkt in diese Strategie investiert?**

Der TOM renten Future-Index ist für institutionelle Investoren entwickelt worden. Er soll als Basis für Produktmissionen wie bspw. Index-gelinkte Anleihen und Fonds dienen. Es sind aber auch Emissionen für Retail-Investoren möglich und geplant, bspw. in Form von Zertifikaten. Wenn ein an den Index gelinktes Zertifikat verfügbar ist, ist für uns als Privatanleger eine Investition als Portfoliobaustein ebenfalls möglich.

Die Strategie hinter dem Index basiert aber auf unseren generischen taktischen Allokations- und Risikomanagementmodellen, die wir in vielfältiger Weise einsetzen. Zum Beispiel in vermögensverwaltenden Strategien, die ein globales und über mehrere Assetklassen breit diversifiziertes Investmentuniversum nutzen. In diese Ausprägung der Strategie sind wir selbst investiert, weil sie ideal auf die Bedürfnisse von Privatanlegern passt.

## **Seit wieviel Jahren arbeitet Ihr Team in dieser Form schon zusammen?**

Das Kernteam arbeitet bereits seit 2008 intensiv im Bereich taktischer Allokations- und Risikomanagementkonzepte zusammen.

## **Spielt für Ihre Strategie das absolute Zinsniveau eine Rolle?**

Das absolute Zinsniveau spielt keine unmittelbare Rolle für die Strategie, weil Trends und steile Zinskurven sowohl bei niedrigen als auch bei hohen Zinsen auftreten und mit der Strategie genutzt werden können.

Lediglich die EONIA-Basisverzinsung, die ein Teil der Indexperformance darstellt, ändert sich mit dem absoluten Zinsniveau. In den letzten 10 Jahren hätte die EONIA-Basisverzinsung einen durchschnittlichen Anteil von ca. 1.7% p.a. an der Gesamtrendite der Strategie gehabt, in den letzten 5 Jahren lag der Anteil bei nur noch ca. 0.4% und in den letzten 3 Jahren bei nur noch ca. 0.2%.

Allerdings ist das Potential von positiven Zinstrends auf höheren Zinsniveaus sehr wahrscheinlich größer als bei niedrigen Zinsniveaus. Diese Faktoren haben wir aber in unsere Renditeerwartung mit einbezogen.

**Thema Risikomanagement: Shorts machen aus ihrer Sicht keinen Sinn, sie reduzieren das Risiko komplett auf 0. Wie kann ich mir das vorstellen? Theoretisch klingt es ja toll, funktioniert es auch in der Praxis?**

**Shortpositionen machen keinen Sinn.**

Die Frage nach Shortpositionen wird uns oft gestellt. Wir haben uns intensiv mit der Frage beschäftigt, ob eine Risikomanagement-Strategie im aktiven Rentenmanagement mit Staatsanleihen-Futures auch die Möglichkeit beinhalten sollte, kurzzeitig Shortpositionen einzugehen.

Unsere Analysen haben ergeben: Shortpositionen haben keinen wesentlichen positiven Effekt auf die zu erwartende Rendite oder auf die zu erwartenden Drawdowns.

Warum ist das so?

1. Timing: Kurseinbrüche an den Rentenmärkten kommen oft plötzlich und die nachfolgende Bewegung ist oft massiv. Ebenso kommt es häufig nach großen Abwärtsbewegungen zu sehr starken Gegenbewegungen, die große Teile der Abwärtsbewegung wieder aufholen. Das Timing für das Eingehen bzw. das Auflösen der Shortpositionen ist also entscheidend für den Erfolg von Shortpositionen. Regelmäßig das richtige Timing zu finden ist aber eine äußerst schwierige, bzw. aus unserer Sicht unlösbare, Aufgabe. Insofern können Shortpositionen keinen wesentlichen Beitrag zu einer höheren Rendite oder niedrigeren Drawdowns leisten.
2. Rolldown-Effekte: Zinskurven sind in der Regel steil, auch und vor allem wenn die Preise an den Rentenmärkten fallen (bzw. die Zinsen steigen). Dies führt bei Shortpositionen in Staatsanleihen-Futures dazu, dass sich die oben erwähnten positiven Roll-down-Effekte ins Negative kehren.

Die Summe dieser Punkte führt zu einem sehr geringen (bzw. keinem) Mehrwert für eine aktiv gemanagte Rentenstrategie mit Staatsanleihen-Futures. Das kann man auch bei sogenannten „unconstrained bond funds“ beobachten, deren Portfolioduration zeitweise negativ werden kann. Die Performance lässt hier zu wünschen übrig.

Mit anderen Worten: Eine aktive Rentenstrategie die Shortpositionen erlaubt, "fühlt" sich zunächst für Investoren sicherer an, vor allem auf den aktuellen Renditeniveaus. Einen echten Mehrwert sehen wir aber nicht.

### **Risiko komplett auf 0. Wie kann ich mir das vorstellen?**

Zunächst einmal messen unsere quantitativen Allokationsmodelle zwei Größen: Rolldown-Effekte aufgrund steiler Zinskurven und Zinstrends in 11 Staatsanleihen-Futures aus 6 unterschiedlichen Staatsanleihenmärkten (USA, Deutschland, UK, Italien, Frankreich, Japan) über alle verfügbaren und liquiden Laufzeitbereiche.

Diese Messgrößen ordnen wir der Attraktivität nach und investieren gleichgewichtet maximal in die drei aussichtsreichsten Staatsanleihen-Futures. Finden wir nur zwei oder einen Staatsanleihen-Future in unserem Investmentuniversum, dessen Kennzahlen unseren Anforderungen genügen, investieren wir auch nur in zwei oder einen Future. Wichtig ist dabei, dass die restliche Allokationsquote ungenutzt bleibt und die Risikoauslastung allein dadurch schon auf zwei bzw. ein Drittel reduziert wird. Finden wir keinen Future der unseren Anforderungen genügt, reduziert sich die Risikoauslastung auf 0.

Gleichzeitig wird der Erfolg der Gesamtstrategie ständig überwacht. In kritischen Marktphasen bzw. wenn der Gesamterfolg unseren Anforderungen nicht mehr genügt, wird die Risikoauslastung ebenfalls auf 0 reduziert.

### **Funktioniert das auch in der Praxis?**

Solange sich der Portfoliomanager an die selbst auferlegten Regeln hält, ja. Staatsanleihen-Futures gehören zu den liquidesten Finanzinstrumenten. Deshalb ist eine schnelle Liquidierung des Portfolios unter normalen Umständen jederzeit möglich.

Wir sind darüber hinaus überzeugt davon, dass klare Investmentregeln und quantitative Risikomanagementmethoden, wie wir sie einsetzen, einen entscheidenden Vorteil haben: Sie basieren auf Fakten, sind prognoseunabhängig und frei von Managererwartungen. Wir sehen Marktprognosen kritisch und es gibt Studien die belegen, dass Prognosen nur selten eintreffen.

Ganz prognosefrei arbeiten wir zwar auch nicht, weil wir davon ausgehen, dass Zinskurven auch in der Zukunft überwiegend steil sein werden es immer wieder positive Zinstrends geben wird. Diese Prognose lässt sich aber zumindest historisch belegen und gilt auch für Niedrigzinsphasen, wie die Beispiele Japan und Schweiz zeigen.