

Fachbeitrag von Dr. Harald Henke

Diversifizierung von Credit Portfolios

Absolut alternative



DR. HARALD HENKE
Head of Fixed Income Strategy
Quoniam Asset Management GmbH
Frankfurt am Main

Einleitung

Faktor-Investing ist ein Ansatz zur Konstruktion von Portfolios, bei dem systematische Faktoren berücksichtigt werden. Beispiele für diese Faktoren sind Value (die Investition in günstig bewertete Bonds), Momentum (der Kauf von Bonds derjenigen Unternehmen, die gerade einem guten Trend folgen), Quality (die Investition in Unternehmen mit starken Bilanzen) oder Carry (die Berücksichtigung von Bonds mit hoher Rendite). Beim Faktor-Investing im Segment Credit wird für jeden Bond bestimmt, wie dessen Exposure im Hinblick auf jeden Einzelfaktor ist. Daraus wird dann ein kombiniertes Multifaktor-Signal berechnet. Man spricht daher von einem Multifaktor-Ansatz. Ein Faktorportfolio enthält demnach Bonds, die im Hinblick auf das Multifaktor-Signal besonders hohe Werte erreichen. Daher sind im Durchschnitt vergleichsweise günstige Bonds, Bonds von Unternehmen mit gutem Trend und hoher Qualität sowie Bonds mit attraktiver Rendite im Portfolio übergewichtet.

Da ein Faktoransatz ein breites Universum an Unternehmensanleihen bewertet, sind Faktorportfolios in der Regel durch einen hohen Diversifikationsgrad und eine Vielzahl kleiner aktiver Positionen gekennzeichnet. Dies führt zu niedrigen Tracking Errors, hohen Information Ratios und deutlich geringeren Drawdowns als bei alternativen Managementansätzen. Faktorportfolios versuchen, die mit den Faktoren verbundenen Risikoprämien am Markt systematisch abzugreifen und in allen Marktphasen Mehrwert zu generieren. Aus diesem Grund wird diese Herangehensweise alternativ auch als „systematischer Ansatz“ bezeichnet.

Wenn Faktor-Investing diesem Anspruch gerecht wird, ergeben sich Diversifikationspotenziale für Investoren. Neben dem Zugang zu alternativen Alpha-Quellen, die traditionelle Ansätze nicht systematisch abschöpfen, erhalten Investoren eine unterschiedliche Verteilung der Performance über die Zeit. Daher würde aus der Kombination klassischer fundamentaler Ansätze mit einem Multifaktor-Ansatz ein stabileres Gesamtergebnis, ein niedrigerer Tracking Error und geringere Drawdowns im Portfolio resultieren.

Das Diversifikationspotenzial von Faktor-Investing ist zwar theoretisch überzeugend, es ist aber zu prüfen, ob sich diese Vorteile auch in der Praxis aufzeigen lassen. Um diese Frage zu beantworten, werden in diesem Beitrag die Performance und Charakteristika existierender fundamentaler und systematischer Fonds untersucht und verglichen sowie die Effekte einer Kombination beider Ansätze aufgezeigt.

Vorgehensweise

Basis der Analysen sind Performancedaten aus der Morningstar-Fondsdatenbank. Davon ausgehend wird eine Peer Group fundamental gemanagter Global-Investment-Grade-(IG-)Credit-Fonds definiert, die sowohl repräsentativ ist als auch einen angemessenen Vergleich ermöglicht.¹

Es werden alle Fonds ausgeschlossen, die quantitative Strategien verfolgen, nicht den gesamten Untersuchungszeitraum Juni 2016 bis Mai 2021 abdecken und weniger als 100 Mio. US-Dollar verwaltetes Vermögen am Ende dieses Zeitraums haben. Für einen aussagekräftigen Vergleich werden zudem Strategien ausgeschlossen, die ein Total-Return-Ziel haben, Einschränkungen des investierbaren Universums unterliegen (Sektoren, Laufzeiten) oder deren Strategie explizit als „nachhaltig“ gekennzeichnet ist.

Hat ein Asset Manager mehr als einen Fonds, der alle diese Kriterien erfüllt, wird der größte davon in die Peer Group aufgenommen. Wo immer möglich, handelt es sich um die institutionelle Anteilsklasse. Es wird die in Euro gehedgte Performance berechnet. Die Prospekt-Benchmark dient der Bestimmung des Alphas, und um die Managementleistung auf Bruttobasis zu vergleichen, werden die Managementkosten zur Performance addiert.

Nach Anwendung der Filter verbleiben 24 Global-IG-Credit-Fonds, die die fundamentale Peer Group darstellen. Da fünf Jahre durchgehende Performance Voraussetzung für die Aufnahme in diese Peer Group sind, ist deren Performance vermutlich besser als die des Marktes (Survivorship Bias).

Der Untersuchungszeitraum 31. Mai 2016 bis 31. Mai 2021 umfasst Rallyes (2019 und das zweite Halbjahr 2020) und Krisenzeiten (Ende 2018 und März 2020) und sollte daher aussagekräftig sein. Die Peer Group wird durch drei Portfolios repräsentiert:

- ▶ Portfolio 1 besteht aus allen fundamentalen Fonds der Peer Group.
- ▶ Portfolio 2 ist eine Untergruppe der zehn größten Fonds des Universums nach Fondsvolumen (NAV).
- ▶ Portfolio 3 ist ein Portfolio der zehn Fonds mit der besten Wertentwicklung gemessen am Fonds-Alpha im Vergleich zu ihren jeweiligen Benchmarks.

Portfolio 3 soll helfen, die Charakteristika der erfolgreichsten fundamentalen Asset Manager zu analysieren. Da die Performance rückblickend ermittelt wird, handelt es sich nicht um

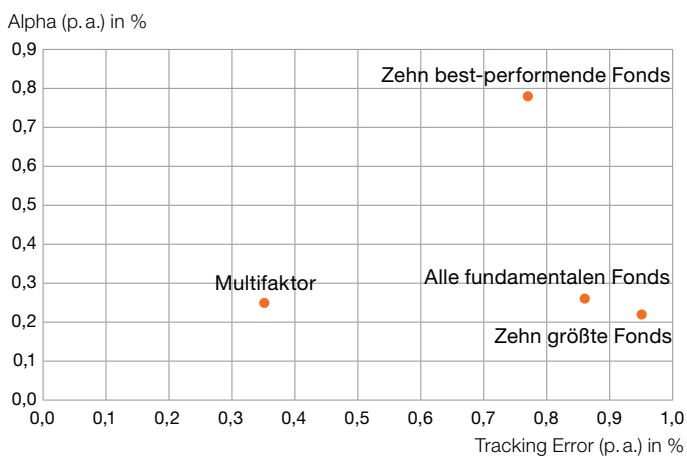
eine investierbare Strategie. Bei der Erstellung der Portfolios wird mit dem NAV der Fonds gewichtet, sodass größere Fonds auch ein größeres Gewicht haben. Bei einer Gleichgewichtung der Fonds kamen vergleichbare Werte heraus. Für die Multifaktor-Strategien wird eine generische quantitative Strategie (Euro-hedged) berechnet, bei der die Faktoren Value, Momentum, Carry und Quality berücksichtigt werden.

Merkmale der Fonds

Abbildungen 1 und 2 zeigen deskriptive Statistiken für die betrachteten Portfolios. **ABBILDUNG 1** stellt die durchschnittlichen jährlichen Alphas und Tracking Errors der Multifaktor-Strategie und der drei fundamentalen Portfolios dar, **ABBILDUNG 2** die schwächsten monatlichen Alphas.

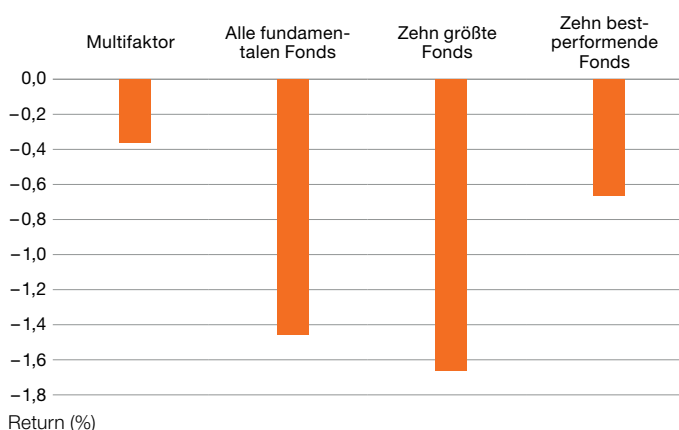
Es zeigt sich, dass die theoretischen Überlegungen im Einklang mit den realisierten Zahlen stehen: Während die durchschnittliche Performance des Multifaktor-Portfolios vergleichbar ist mit dem Portfolio aller und der zehn größten fundamentalen Portfolios, ist der Tracking Error weniger als

1 | Alpha und Tracking Error der Strategien



Quellen: Morningstar, Quoniam Asset Management GmbH

2 | Schlechteste monatliche Alphas



Quellen: Morningstar, Quoniam Asset Management GmbH

halb so groß wie jener der fundamentalen Strategien (**ABBILDUNG 1**). Entsprechend ist die risikoadjustierte Performance des Multifaktor-Portfolios gemessen an der Information Ratio auch mehr als doppelt so hoch. Das Portfolio aus den am besten performenden Fonds hat ein höheres Alpha und einen höheren Tracking Error, was zu einer vergleichbaren Information Ratio wie bei der Multifaktor-Strategie führt.

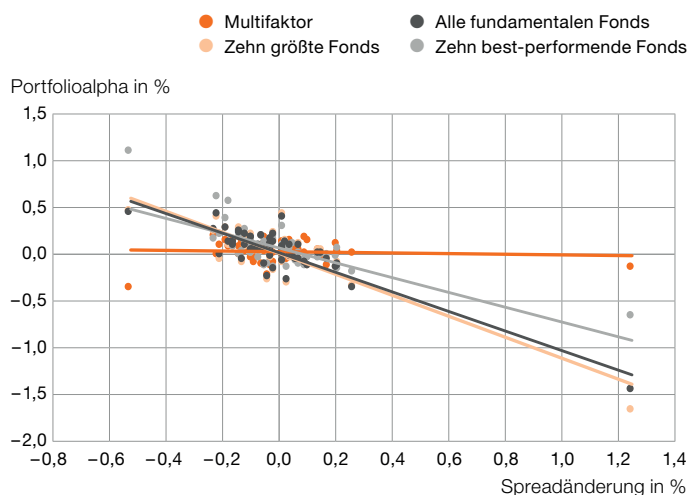
Aus **ABBILDUNG 2** ist ersichtlich, dass sich diese höheren Tracking Errors auch in stärkeren monatlichen Drawdowns niederschlagen. Die globalen IG-Portfolios mit allen fundamentalen Fonds und die mit den zehn größten Fonds haben das schlechteste monatliche Alpha im Bereich von $-1,5\%$, während es bei den besten Fonds bei $-0,66\%$ liegt. Die Multifaktor-Strategie weist einen wesentlich geringeren Drawdown mit der schlechtesten monatlichen relativen Performance von $-0,36\%$ auf.

Korrelation zwischen Fonds-Alpha und Spread-Änderung

Nach der empirischen Bestätigung, dass das realisierte Risiko des Multifaktor-Ansatzes niedriger als das der Peer Group ist, wird nun das Verhalten der Portfolios in verschiedenen Marktsituationen betrachtet. Bei einem systematischen Faktoransatz wird darauf abgezielt, Risikoprämien zu nutzen, indem Anleihen mit höherem Faktorbeitrag und damit besserer erwarteter Performance ausgewählt werden. Einige Faktoren wie Carry sind prozyklisch, Faktoren wie Quality sind antizyklisch. Daher sollte der Ansatz in allen Marktsituationen Mehrwert liefern.

Um die Korrelation zwischen der Fondsperformance und der Situation am Credit-Markt zu analysieren, dient der Bloomberg Global IG als Benchmark und zur Berechnung der Änderung der Credit Spreads am Markt. In **ABBILDUNG 3** sind die monatlichen Fonds-Alphas in Abhängigkeit der Spread-Änderungen angegeben.

3 | Korrelation zwischen dem Fonds-Alpha und der Spread-Veränderung



Quellen: Morningstar, Bloomberg L.P., Quoniam Asset Management GmbH

Man kann erkennen, dass fundamental gemanagte Credit-Fonds in Monaten fallender Spreads ihre Benchmarks im Schnitt outperformen und in Monaten steigender Spreads underperformen. Im Gegensatz dazu ist die globale IG-Multifaktor-Performance nicht mit dem Markt korreliert, was die flache Trendlinie verdeutlicht. Die schlechteste monatliche Performance im betrachteten Zeitraum wurde sogar im Monat mit der stärksten Spread-Einengung realisiert. In der fundamentalen Peer Group hingegen war dies der beste Monat, während der Monat mit der größten Spread-Ausweitung die schlechteste Performance nach sich zog.

Da die Spread-Veränderungen während des Untersuchungszeitraums durch je einen positiven und einen negativen Ausreißer gekennzeichnet sind, wird die geschätzte Trendlinie durch diese beiden Beobachtungen stark beeinflusst und ist daher möglicherweise nicht repräsentativ für die jeweilige Strategie.

ABBILDUNG 4 zeigt, dass der Ausschluss extremer Beobachtungen das Bild nicht wesentlich verändert. Es besteht nach wie vor eine starke Korrelation zwischen der Markttrichtung und der relativen Fondsperformance für Portfolios von fundamental gemanagten Fonds. Ohne die beiden extremen Monate liegen die Trendlinien der drei Portfolios noch näher beieinander. Die Korrelation zwischen der Spread-Änderung und der relativen Wertentwicklung der Multifaktor-Strategie bleibt deutlich niedriger.

Bestimmt man die Steigung der Trendlinien aus **ABBILDUNG 3**, ist diese für den systematischen Ansatz nur bei $-0,04$ für den Gesamtzeitraum, während das fundamentale Portfolio aller Fonds eine Steigung von $-1,04$ aufweist. Das bedeutet, dass für jeden zusätzlichen Basispunkt Spread-Ausweitung am Markt das monatliche Fonds-Alpha im Schnitt um $1,04$ Basispunkte sinkt. Für die Untergruppe der zehn größten und besten Fonds liegt diese bei $-1,12$ bzw. $-0,79$, was auf eine starke Abhängigkeit von der Spread-Dynamik am Markt hinweist.

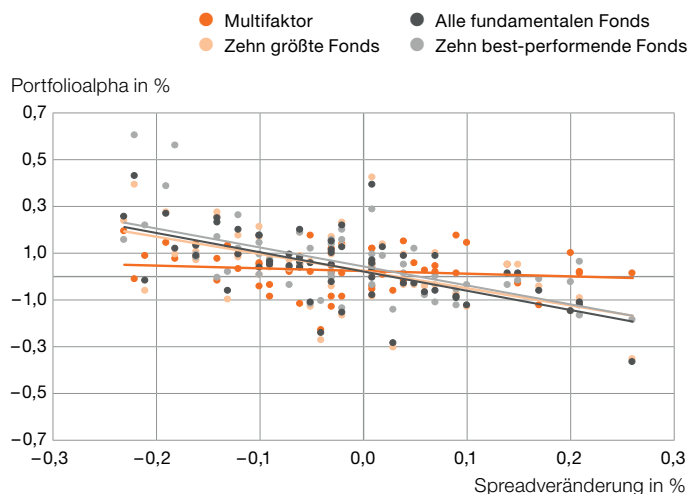
Ein ähnliches Bild ergibt eine Untersuchung der Trendlinien in **ABBILDUNG 4**. Wenn die beiden Ausreißer ausgeschlossen werden, bleibt die Steigung der systematischen Strategie sehr nah bei null (bei $-0,12$). Für die fundamentalen Portfolios bleibt sie hingegen sehr hoch bei circa $-0,8$. Es besteht also ein systematischer Unterschied in der Abhängigkeit der Fonds-Alphas von der Markttrichtung je nach Strategie. Dabei hat die Multifaktor-Strategie eine deutlich niedrigere Spread-Abhängigkeit als ihre fundamentalen Konkurrenten.

Die Korrelation zwischen dem Fonds-Alpha und der Spread-Veränderung liefert die erste Evidenz dafür, dass systematische Strategien die Gesamtportfolios institutioneller Anleger diversifizieren können.

Korrelation zwischen fundamentalen und quantitativen Fonds

Die Tatsache, dass systematische Faktorportfolios eine andere Korrelation mit Credit-Spread-Änderungen aufweisen als fundamental gemanagte Credit-Fonds, bedeutet nicht unbedingt, dass die Alphas beider Strategien unkorreliert sind. Die

4 | Korrelation zwischen dem Fonds-Alpha und der Spread-Veränderung ohne Ausreißer



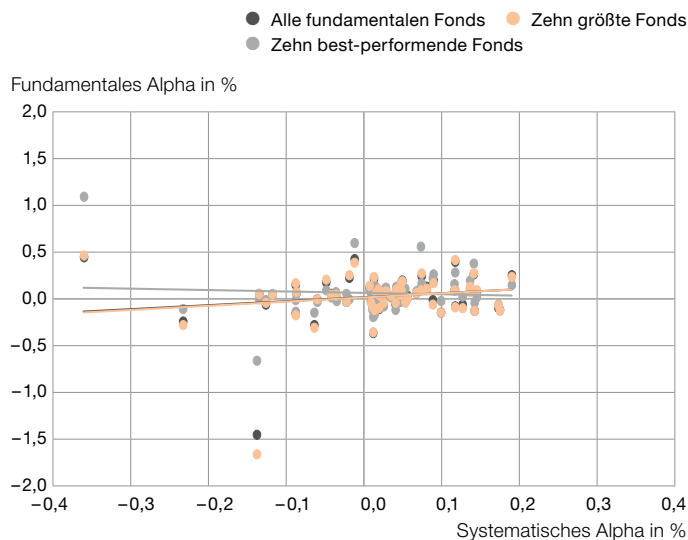
Quellen: Morningstar, Bloomberg L.P., Quoniam Asset Management GmbH

Korrelation kann durch andere Aspekte wie Durations-, Sektor- oder Kurvenpositionierung entstehen. Daher betrachten wir als Nächstes die Alpha-Korrelation zwischen systematischen und fundamentalen Credit-Fonds.

In **ABBILDUNG 5** wird die monatliche Performance der Multifaktor-Strategie den monatlichen Alphas der fundamental gemanagten Peer Group gegenübergestellt.

Es besteht nur eine geringe Korrelation zwischen der Multifaktor-Strategie und der fundamentalen Peer Group. Die Regressionslinie zwischen der Multifaktor-Performance und der des gesamten fundamentalen Universums bzw. der zehn größten Fonds weist nur eine leicht positive Steigung auf. Die Linie, die die Beziehung zwischen dem Alpha der Multifaktor-Strategie und dem Alpha der zehn besten fundamentalen

5 | Korrelation zwischen den Fonds-Alphas der Multifaktor-Strategie und fundamentalen Portfolios



Quellen: Morningstar, Quoniam Asset Management GmbH

Fonds des Universums darstellt, ist völlig flach. Das bedeutet, dass keine Korrelation zwischen diesen Fonds und der Multifaktor-Strategie besteht. Die Daten zeigen, dass auch andere Aspekte wie Sektor- oder Durationspositionierung keine positive Korrelation zwischen dem systematischen und dem fundamentalen Ansatz bewirken.

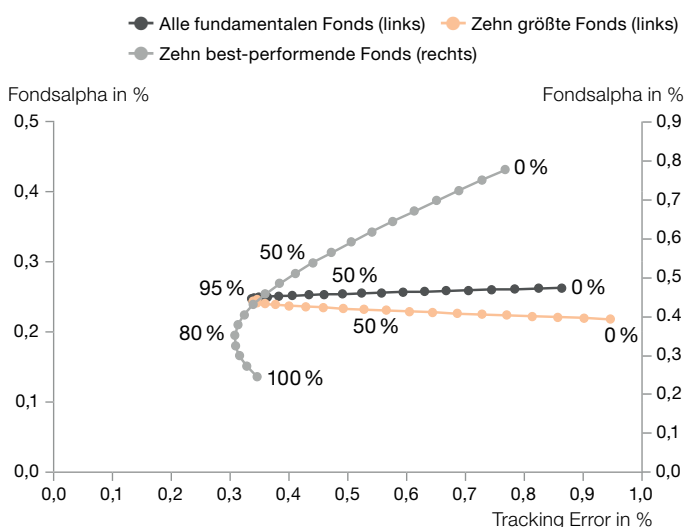
Betrachtet man die Korrelationskoeffizienten, weist die Faktorstrategie mit jeweils 16 % eine niedrige Korrelation mit dem Universum aller fundamental gemanagten Fonds bzw. den zehn größten Fonds auf. Die Korrelation mit den zehn am besten performenden fundamentalen Fonds ist mit -6 % sogar leicht negativ, was auf starke Diversifizierungsvorteile durch eine Kombination aus systematischen und fundamentalen Strategien hindeutet.

Umgekehrt ist die Korrelation der zehn größten und zehn besten Fonds mit dem jeweiligen Rest des Universums mit 65 % bzw. 64 % hoch. Für diese Betrachtung wurden die Fonds der Subportfolios aus dem Universum aller Fonds herausgerechnet. Obwohl diese Korrelation nicht perfekt ist, ist sie hoch genug, um signifikante Diversifikationsvorteile zwischen den verschiedenen Kombinationen von Fundamentalfonds infrage zu stellen. Die Daten sprechen dafür, ein systematisches Portfolio zu einem fundamental verwalteten Portfolio hinzuzufügen, um ein höheres Maß an Diversifizierung zu erreichen.

Merkmale der kombinierten Portfolios

Um herauszufinden, wie sich Alpha und Tracking Error bei einer Kombination von systematischen und fundamentalen Portfolios entwickeln, werden die verschiedenen fundamentalen Portfolios und die systematische Strategie mit unterschiedlicher Gewichtung zu Portfolios kombiniert. Der Anteil des Multifaktor-Portfolios an der Kombination wird in Fünf-Prozent-Schritten von 0 % auf 100 % verändert (**ABBILDUNG 6**).

6 Risiko-Rendite-Eigenschaften von kombinierten Multifaktor- und fundamentalen Portfolios



Quellen: Morningstar, Quoniam Asset Management GmbH

Die Kurven unterscheiden sich, je nachdem, mit welchem fundamental gemanagten Fondsuniversum die systematische Strategie kombiniert wird. Bestimmte Schlüsselmerkmale bleiben jedoch identisch.

Die erste Erkenntnis ist, dass ein Investment in eine quantitative Multifaktor-Strategie den Tracking Error insgesamt deutlich reduziert. Der minimale Tracking Error wird bei einer Portfoliokombination mit einem Anteil von 90 % des Multifaktor-Portfolios für das gesamte Universum fundamental gemanagter Fonds, 95 % für die Untergruppe der zehn größten Fonds und 80 % für die Untergruppe der zehn am besten performenden Fonds erreicht. Für diese Kombinationen wird der Tracking Error um 59–64 % reduziert.

Die Zahlen zeigen also eindeutig ein erhebliches Diversifizierungspotenzial, das durch die Kombination systematischer Faktorstrategien und fundamental gemanagter Credit-Portfolios erreicht werden kann. Bei Portfolios mit realistisch umsetzbaren fundamentalen Strategien geht dieser Diversifizierungsvorteil nicht auf Kosten der Performance. Die Auswirkungen auf das Gesamt-Alpha sind in Kombination mit dem Universum aller untersuchten fundamental gemanagten Credit-Fonds und den zehn größten Fonds vernachlässigbar. Für dieses Universum verringert sich bei der „Minimum-Risk“-Kombination der Tracking Error um 61 %. Das Alpha nimmt hingegen nur um 1,5 Basispunkte ab. Für die zehn größten Fonds ergibt diese Kombination eine 64-prozentige Reduktion des Tracking Errors bei 2,5 Basispunkten mehr Alpha als die Anlage in ausschließlich die zehn größten Fonds der Peer Group. Bei den zehn am besten performenden Fonds sieht das Bild anders aus, was nicht überrascht, denn diese Fonds wurden nach ihrer vergangenen Performance ausgewählt. Dies stellt allerdings keine realistische Anlagestrategie dar, wenn man die zum Zeitpunkt der ursprünglichen Investition verfügbaren Informationen verwendet.

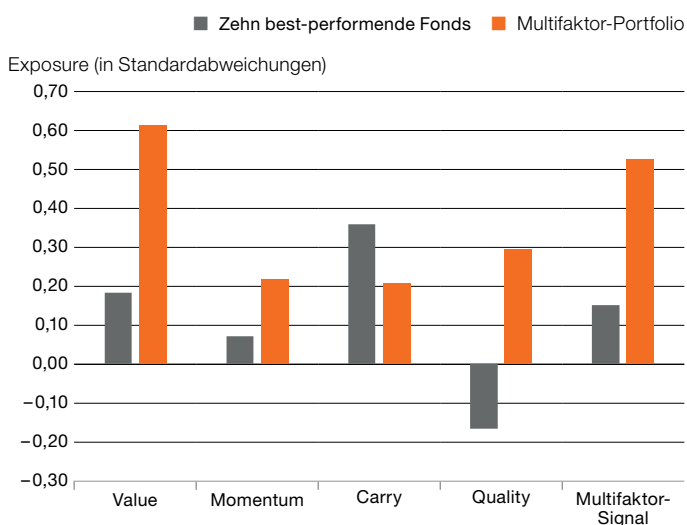
Es gibt also gute Argumente für systematische Credit-Strategien als Diversifizierungsquelle in einem traditionellen Corporate-Bond-Portfolio. Sie sorgen für eine stabilere Wertentwicklung in Zeiten von Marktturbulenzen und verringern den Tracking Error des Gesamtportfolios erheblich.

Faktor-Exposure der verschiedenen Strategien

Eine abschließende Analyse widmet sich den Ursachen der unterschiedlichen Performance der verglichenen Ansätze. Dabei stehen die Merkmale der Strategien im Fokus, eine Performanceattribution ist aufgrund fehlender täglicher Portfoliobestände für die Peer Group nicht möglich. Um zu bestimmen, welche Faktoren in den Portfolios enthalten sind, werden daher nur die Fondsbestände am Ende des Untersuchungszeitraums (31. Mai 2021) betrachtet. Der Vergleich erfolgt zwischen dem Fundamentalportfolio der zehn am besten performenden Fonds, da dieses die erfolgreichsten fundamentalen Portfolios enthält, und der Multifaktor-Strategie.

Für alle Portfolios wird das durchschnittliche Faktor-Exposure zum Betrachtungszeitpunkt berechnet und das Exposure auf die Faktoren Value, Momentum, Quality und Carry sowie

7 | Faktor-Exposure von fundamental gemanagten und Multifaktor-Portfolios



Quellen: Morningstar, Quoniam Asset Management GmbH

auf das kombinierte Multifaktor-Signal gemessen. Die Ergebnisse sind in **ABBILDUNG 7** dargestellt.

Es zeigen sich signifikante Unterschiede zwischen dem Multifaktor-Portfolio und den fundamental gemanagten Portfolios. Erstens lädt das Faktor-Portfolio stark auf Faktoren wie Value und Momentum sowie auf das Multifaktor-Signal. Letzteres ist das Signal, das in die Portfoliokonstruktion eingeht. Die fundamental gemanagten Portfolios haben eine schwache Ladung auf Value mit etwa 0,2 Standardabweichungen über der Markt-Benchmark, keine erkennbare Ladung auf Momentum und eine statistisch insignifikante Ladung auf das Multifaktor-Signal. Dies ist keine Überraschung, da diese Strategien im Normalfall nicht darauf abzielen, ein Faktor-Exposure zu implementieren.

Zweitens gibt es einen starken Unterschied im Exposure zum Carry-Faktor. Die fundamental gemanagten Portfolios weisen eine höhere Carry auf als die Multifaktor-Strategie. Die Carry der fundamental gemanagten Portfolios liegt bei 0,36 Standardabweichungen über der Benchmark, gegenüber 0,21 bei der Faktorstrategie. Dies suggeriert, dass die fundamental verwalteten Portfolios eine höhere Rendite und damit ein höheres Risiko aufweisen, was sich im betrachteten Zeitraum in positiven Returns niederschlug, aber auch den höheren Tracking Error dieser Portfolios sowie ihre stärkere Korrelation mit der Marktrichtung erklärt.

Drittens ist die durchschnittliche Qualität der Anleihen im Multifaktor-Portfolio deutlich höher als in den fundamental gemanagten Portfolios. Diese liegt um 0,3 Standardabweichungen über der Benchmark, während sie bei der fundamentalen Strategie um 0,17 Standardabweichungen unter der Benchmark liegt.

Ein wichtiger Grund für die letzten beiden Beobachtungen ist der hohe Anteil von Anleihen mit einem Rating unterhalb von IG in den Fundamentalportfolios. Im Durchschnitt sind 11,9 % der fundamentalen Portfolios im High-Yield-Bereich,

was sowohl die überdurchschnittliche Carry der Portfolios als auch das unterdurchschnittliche Quality Exposure erklärt.

Das Multifaktor-Portfolio ist konsequent in systematischen Faktoren investiert und zielt darauf ab, die mit diesen Faktoren verbundenen Risikoprämien zu verdienen. Im Gegensatz dazu laden die fundamental gemanagten Portfolios im Durchschnitt vor allem auf den Carry-Faktor, haben eine Übergewichtung in Anleihen von Unternehmen mit unterdurchschnittlicher Qualität und laden auf alle anderen Faktoren nur sehr gering. Zwar sind dies Ergebnisse einer Stichtagsbetrachtung, aufgrund der großen Unterschiede und der systematisch abweichenden Performancemuster ist es aber plausibel, anzunehmen, dass diese Unterschiede systematischer Natur sind.

Zusammenfassung

Fundamentale und quantitative Ansätze haben beide ihre Vorzüge und können ihre Benchmarks über längere Zeiträume hinweg übertreffen. Die Quellen dieser Outperformance sind aber unterschiedlich, was zu sehr unterschiedlichen Alpha- und Tracking-Error-Eigenschaften führt. Anleger können von diesen Diversifikationsvorteilen profitieren, indem sie ihre fundamental gemanagte Credit-Allokation um eine Multifaktor-Strategie ergänzen. Über die Zeit sollte dies zu einer stabileren Gesamtperformance des Credit-Portfolios führen und neue Quellen der Outperformance erschließen.

Fußnote

1) In weiteren Analysen wurde auch eine Euro-IG-Credit-Strategie analysiert – mit qualitativ ähnlichen Ergebnissen.