



MULTI-FAKTOR INVESTING

MIT FAKTOREN ZU EINEM AUSGEWOGENEN ANLEIHEPORTFOLIO

Auf der Aktienseite nutzt die Deka in ihrem LowRisk-Portfolio schon seit gut einer Dekade erfolgreich Multi-Faktor-Modelle. Diesen Ansatz hat sie mittlerweile auch bei Rentenanlagen implementiert. Dort werden die rund 40.000 Schudttitel in der Datenbank ebenfalls vor allem anhand von Risikofaktoren überprüft. Aktuell steigt die Nachfrage deutlich. Das hat nicht nur mit der zur Vorsicht gemahnenden Lage an den Anleihemärkten zu tun, sondern auch mit wissenschaftlichen Meriten.

Wie Karies hat sich der Niedrigzins immer tiefer in die Anleihemärkte gefressen. Mitte November 2019 lag das Volumen der weltweit negativ rentierenden Schudttitel bei rund zwölf Billionen Dollar. Das entspricht etwa 20 Prozent aller Rententpapiere rund um den Globus. In dem als sicherer Hafen geltenden Deutschland sind laut Barclays Global Bond Index gar 100 Prozent des Markts für Staatsanleihen unter Wasser. „Angesichts des daraus resultierenden Renditeappetits geht bei einigen Investoren der Blick für das Risiko verloren“, sagt Dr. Ulrich Neugebauer, Leiter Quantitatives Asset Management & ETF, stellvertretender Vorsitzender der Geschäftsführung bei der Deka. Dass Qualität oftmals kein Kaufkriterium mehr ist, zeigt der Blick auf europäische Hochzinsanleihen: Der Bank of America-Merrill-Lynch-Euro-High-Yield-Index beispielsweise hat vom 29. Dezember 2018 bis zum 30. November 2019 in ansehnlichem Maße zugelegt. In einer solchen Gemengelage kann schon ein kleiner Auslöser massive Folgen haben, wenn viele Anleger schnell und gleichzeitig aus ihren Positionen herauswollen. Mit einem Multi-Faktor-Ansatz lassen sich solche Risiken nicht nur besser kontrollieren, sondern auch zusätzliche Renditequellen in ein Portfolio aufnehmen.

In der Aktienwelt sind Multi-Faktor-Modelle schon seit Jahrzehnten etabliert. Auch die Deka ist in dieser Disziplin bereits seit geraumer Zeit aktiv und verwaltet in der 2007 gestarteten LowRisk-Strategie derzeit über fünf Mrd. Euro. Gewissermaßen die „Erfinder“ dieses Ansatzes sind die beiden Nobelpreisträger Eugene Fama und Kenneth French. Sie stellten 1992 das nach ihnen benannte Dreifaktorenmodell zur systematischen Erklärung von Aktienrenditen vor. Dabei fügten sie der aus dem traditionellen Capital-Asset-Pricing-Modell bekannten aktienspezifischen Variable „Beta“ noch die Faktoren „Value“ (die aus Buch- und Marktwert berechnete Bewertung) und „Size“ (Marktkapitalisierung) hinzu. Dieses Modell wurde mehrfach weiterentwickelt, zuletzt von Fama und French selber, die 2015 den Faktor Ertragskraft und

einen Investitionsfaktor hinzunehmen. Hintergrund: Aktien mit hoher operativer Ertragskraft erreichen eine bessere Performance, Aktien von Unternehmen mit stark wachsender Bilanzsumme erzielen unterdurchschnittliche Renditen.

„Multi-Faktor-Investing funktioniert analog zu den Aktien ebenfalls auf der Rentenseite, auch wenn es hier einige Besonderheiten zu beachten gilt. Es gibt zusätzliche Treiber wie Kredit- und Laufzeitriskiken, aber es existieren auch Faktoren, die denen auf der Aktienseite ähneln. Dazu gehören beispielsweise Value, Momentum oder Quality“, erklärt Dr. Neugebauer.

„WIE GUT DAS SYSTEM FUNKTIONIERT, HABEN WIR BESONDERS KLAR AM JAHRESENDE 2018 GEGEHEN, ALS WIR DEUTLICH NIEDRIGERE VERLUSTE ALS DER MARKT VERZEICHNET HABEN.“

In den üblichen Benchmarks sind Unternehmen bzw. Länder in der Regel über ihr Emissionsvolumen vertreten. Somit haben stark verschuldete Unternehmen bzw. Länder ein entsprechend großes Gewicht im Universum. Aus diesem Grund bietet die Deka seit Jahren systematische Multi-Faktor-Strategien an. Diese werden über die Kombination der entsprechenden Faktor-Gewichte erzeugt, um mittel- bis langfristig die gewünschten Faktor-Prämien zu vereinnahmen und unerwünschte Faktoren zu vermeiden. Es gilt einerseits, Risiko-Faktoren wie „Quality“ und „Size“ zu berücksichtigen und andererseits strategisch die Rendite-Faktoren wie „Carry & Value“ und „Momentum“ auszunutzen. Hierfür werden täglich mehr als 40.000 Anleihen mit modernen Verfahren und Algorithmen analysiert. Mit einem so aufbereiteten Universum ist die Deka in der Lage, ihren Kunden stabile Portfolios mit dem Fokus auf gewünschte Faktorprämien anzubieten. „Wollte man

diese Aufgabe manuell erledigen, wäre dafür eine ganze Armee von Analysten notwendig“, sagt Dr. Neugebauer.

Der Faktor „Carry & Value“ soll dabei die laufenden Erträge maximieren, über das „Momentum“ wird der durch Trends geschaffene Performancebeitrag für das Portfolio vereinnahmt.

Mit dem Faktor „Size“ werden Klumpenrisiken im Portfolio vermieden, und über „Quality“ werden Ausfallrisiken verringert. „Bei der ‚Quality‘ könnten wir uns natürlich auch auf die Rating-Agenturen verlassen. Dann wäre ein ‚AAA‘ ein Kauf und ein ‚C‘ würden wir nicht anfassen. Aber für uns ist die eigene Bewertung eines Unternehmens der Garant, dass wir einen Schuldtitel auch ganz genau verstanden haben“, erklärt Dr. Neugebauer.

Ergebnis des quantitativen Screening-Prozesses ist eine Rangfolge aller in der Datenbank enthaltenen Anleihen. „Kann ich das eine Rentenpapier aber aufgrund der Liquiditätslage nicht erwerben, greifen wir einfach auf den nächstplatzierten Schuldtitel zurück. Das hat den großen Vorteil, dass wir den Research-Prozess nicht immer neu beginnen müssen. Denn die Arbeit haben wir ja bereits im Vorfeld gemacht“, so Dr. Neugebauer.

„Zudem wählen wir unsere Faktoren auch immer nach einer hinreichenden Stabilität aus. Würde sich ein Faktor täglich ändern, müssten wir unsere Portfolios auch täglich den neuen Gegebenheiten anpassen. Ein ‚guter‘ Faktor sollte also eine gewünschte Risikoprämie beinhalten und möglichst stabil über mehrere Monate sein.“

Im Ergebnis bringt das Multi-Faktor-Modell der Deka bei Staatsanleihen eine risikoadjustierte Outperformance gegenüber den traditionellen Benchmarks. Gerade für Anleger mit Fokus auf Staatsanleihen aus Europa ist dies ein starkes Argument. Ein ähnliches Ergebnis liefert der Ansatz bei Unternehmensanleihen, jedoch natürlich auf einem höheren absoluten Niveau. „Wie gut das System funktioniert, haben wir besonders klar am Jahresende 2018 gesehen, als wir deutlich niedrigere Verluste als der Markt verzeichnet haben“, so Dr. Neugebauer.

Doch die risikoadjustierte Outperformance ist nur einer der Gründe für die

„DIE ERGEBNISSE DIESER FORSCHUNG WERDEN SELBST IN DEN STUDIEN UNSERER GROSSEN WETTBEWERBER ZITIERT. DAS HAT VOR ALLEM DAS INTERESSE NAMHAFTER INSTITUTIONEN AUS DEM NAHEN UND FERNEN OSTEN GEWECKT.“

zuletzt stark gestiegene Nachfrage nach dem Multi-Faktor-Modell auf der Rentenseite, in dem die Deka aktuell mehrere Milliarden Euro verwaltet.

Fast genauso wichtig sind die wissenschaftlichen Meriten, die sich das unabhängige Kapitalmarktforschungsinstitut der Deka „IQ-Kap“ auf dem Multi-Faktor-Feld erarbeitet hat. „Die Ergebnisse dieser Forschung werden selbst in den Studien unserer großen Wettbewerber zitiert. Das hat vor allem das Interesse großer internationaler Kapitalsammelstellen aus dem Nahen und Fernen Osten geweckt. Damit sind die Dinge vom Kopf auf die Füße gestellt worden. Denn normalerweise geht man mit dem Produkt zum Kunden und stellt ihm dessen wissenschaftliches Fundament vor. Wir werden jedoch zunehmend gebeten, mit unseren wissenschaftlichen Studien zu kommen und unser Produkt mitzubringen“, sagt Dr. Neugebauer. ☺



DR. ULRICH NEUGEBAUER

Leiter Quantitatives Asset Management & ETF
Stellvertretender Vorsitzender der
Geschäftsführung bei der Deka