

# portfolio:update

Februar 2021

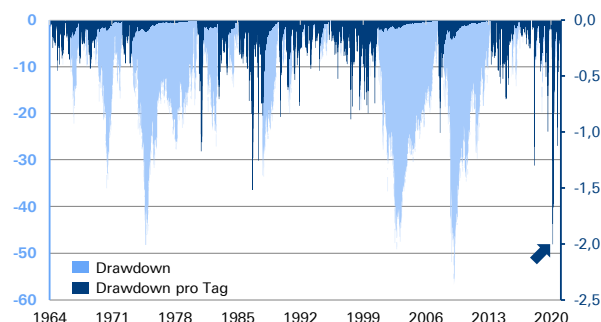
## Metzler Alternative Multi Strategy 2020 – Lessons Learned

Das Jahr 2020 war in vieler Hinsicht einzigartig: Während der Lockdown mit Schulschließungen und Homeoffice unseren Alltag durcheinanderbrachte, erlebten wir an den Aktienmärkten einen handfesten Crash mit anschließender Rekorderholung. Viele Absolute-Return-Strategien waren darauf nicht vorbereitet und verzeichneten massive Verluste. Aus der Kombination von Bekanntem und Besonderem haben wir Lehren gezogen.

### Crash und Recovery ungewöhnlich schnell

Der Einbruch der Aktienmärkte im März 2020 war recht ungewöhnlich. Zwar erinnerte er in seinem Höhepunkt mit Tagesschwankungen von 10 %, impliziten Volatilitäten von über 80 % und stark eingeschränkter Liquidität an die Zeit nach dem Lehman-Kollaps, jedoch geschah im vergangenen Jahr alles im Zeitraffer und ohne große Vorankündigung. Die folgende Abbildung zeigt am Beispiel des US-amerikanischen Aktienmarktes die Geschwindigkeit des Crashes im Vergleich zu vorhergehenden Einbrüchen, gemessen am durchschnittlichen Tagesverlust – analog zu km/h. Dabei wird der prozentuale Verlust vom letzten Höchststand durch die seitdem vergangene Zeit in Tagen geteilt.

**Crash im Zeitraffer**  
S&P 500 Drawdowns in %



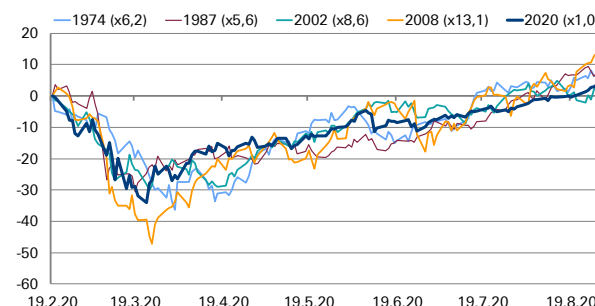
Quelle: Metzler; Stand: 29. Januar 2021  
Bitte beachten Sie die Risikohinweise auf S. 4

Der Crash erreichte mit etwa 2 % durchschnittlichem Tagesverlust die höchste Geschwindigkeit seit über 50 Jahren. Der Unterschied zu 2008 ist hier sehr deutlich zu sehen: Damals gipfelte eine bereits viele Monate andauernde Korrektur schließlich im Zusammenbruch der

Bank Lehman Brothers. 2002 war der Verlauf sehr ähnlich und zog sich sogar über zwei Jahre hin. 2020 dauerte der 34%ige Aktiencrash vom Allzeithoch zum Tiefpunkt gerade mal fünf Wochen.

Auch die beherzten geld- und fiskalpolitischen Stützungsmaßnahmen übertrafen 2020 die Eingriffe des Jahres 2008 um ein Vielfaches, was wiederum zu einer Erholung in Rekordzeit führte. Der gesamte Crash inklusive Erholung dauerte, wieder am Beispiel des US-Aktienmarktes, gerade einmal sechs Monate. Das Muster des Verlaufs war dabei jedoch nicht untypisch, wie in der nächsten Abbildung zu sehen ist: Hier sind die größten Crashes der vergangenen 50 Jahre inklusive der Erholung jeweils auf die Zeit des Verlaufs von 2020 gestaucht. Die Zahlenangabe in der Legende drückt aus, wie viele Tage des jeweiligen früheren Crashes einem Tag des Jahres 2020 entsprachen.

**S&P 500: Typischer Verlauf – untypisches Tempo in 2020**  
in %



Quelle: Metzler; Stand: 31. August 2020  
Bitte beachten Sie die Risikohinweise auf S. 4

In der Vergangenheit dauerten im Ausmaß ähnliche Marktzyklen demzufolge etwa 5 bis 13 Mal länger als 2020.

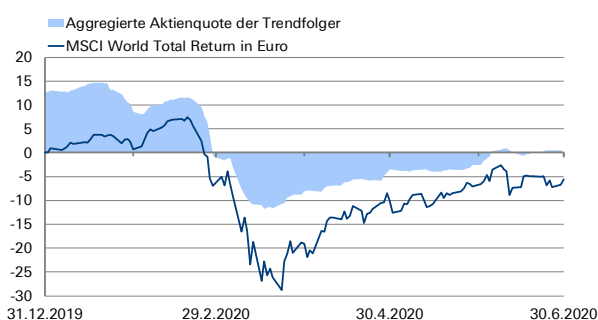
# portfolio:update

## Trendfolger sollten Krisenalpha liefern

Während sich die meisten Strategieelemente im März 2020 so verhielten, wie es aus historisch ähnlichen Szenarien zu erwarten war, führte die ungewöhnlich hohe Geschwindigkeit der Marktbewegung dazu, dass ein Kernelement unserer Strategie nicht seiner zugeteilten Rolle gerecht wurde: das der Trendfolger. Trendfolgestrategien zählen zur Gruppe der Marktanomalien und sind somit in der Lage, auch in Crashphasen positive Renditen zu erzielen. Tatsächlich waren sie in der Vergangenheit der wesentliche stabilisierende Faktor in Crashphasen.

Oft wird ihr Ergebnis daher auch als „Krisenalpha“ bezeichnet. Und auch im Corona-Crash sind die Trendfolger bereits Anfang März Short-Positionen im Aktienmarkt eingegangen und haben so prinzipiell funktioniert. Jedoch waren die Positionen noch zu klein, um auf Gesamtportfolioebene eine spürbare Sicherungswirkung zu entfalten. Das war beispielsweise in der Finanzkrise 2008 ganz anders. Dort waren die Aktienkurse bereits viele Monate gefallen, bevor die Krise in der Lehman-Pleite gipfelte. Im vergangenen März hatten die Trendfolger weiter Short-Positionen aufgebaut und wurden dann von der rasanten Erholung quasi überannt.

## Aktienmarkt und Positionierung der Trendfolger in %



Quelle: Metzler; Stand: 30. Juni 2020

Bitte beachten Sie die Risikohinweise auf S. 4

So haben sie in der Abwärtsbewegung nur wenig stabilisiert und in der Aufwärtsbewegung eine Erholung der Strategie ausgebremst. Dieses Ergebnis steht unter den gegebenen Voraussetzungen völlig im Einklang mit den Erwartungen: In einem Szenario, in dem die Aktienmärkte in fünf Wochen von ihrem Allzeithoch um über 30 % einbrechen und sich dann in wenigen Monaten

wieder erholen, hätten wir kein anderes Verhalten erwartet. Ein Szenario wie im März 2020 war nur vorher noch nie eingetreten, und ehrlicherweise hatte kaum jemand mit einer so rasanten Erholung gerechnet.

## Wie regeltreu müssen quantitative Strategien sein?

Das enttäuschende Ergebnis der Trendfolger führte natürlich dazu, dass wir uns intensiv mit dem Thema auseinandergesetzt haben. Eine wesentliche und besonders heikle Frage ist immer, ob ein Modell oder dessen Parameter verändert werden sollten.

Grundsätzlich ist hier Vorsicht angebracht. Schließlich hat man sich bei der ursprünglichen Entwicklung eines Modells bereits intensiv mit der Parametrisierung beschäftigt und diese auf Robustheit getestet – zumindest sollte es so sein. Ein Modell aufgrund eines singulären Ereignisses zu verändern entbehrt zunächst jeder statistischen Rechtfertigung. Unsere Trendfolgestrategie ist so kalibriert, dass sie in – nach historischen Maßstäben – „typischen“ Bear-Märkten deutlich profitiert und Handelskosten auf ein tolerierbares Maß begrenzt.

Eine Änderung der Parameter auf den „untypischen“ Corona-Crash würde dazu führen, dass die Strategie während der restlichen Zeit mehr Handelskosten produziert und möglicherweise in einem klassischeren Bear-Markt weniger effektiv funktioniert. Die Frage, ob das Verhalten der Märkte sich strukturell verändert haben könnte und deshalb historische Vergleiche nicht mehr angebracht sind (Stichwort „Paradigmenwechsel“), ist eher philosophischer Natur und lässt sich nicht zuverlässig beantworten.

Grundsätzlich ist die Änderung von Modellparametern für „Quants“ ein heikles Thema, da es deren grundsätzliche Philosophie eines regeltreuen Prozesses ohne diskretionäre Eingriffe infrage stellt. Änderungen können und müssen dennoch manchmal vorgenommen werden. Dies muss aber wohl begründet und gut dokumentiert sein, sonst wird aus einem regelgebundenen Prozess schnell ein nicht mehr nachvollziehbares Durcheinander.

# portfolio:update

## Zusätzliche Schutzmechanismen ergänzen die Strategie

Anstatt unseren seit über 20 Jahren bewährten Trendfolgeansatz zu modifizieren, sind wir einen anderen Weg gegangen. Grundsätzlich berücksichtigen wir bei der Portfoliokonstruktion verschiedene Marktszenarien, für die unsere Strategie gewappnet sein soll. Das Bear-Markt-Szenario ist dabei durch den Verlauf historischer Bear-Märkte geprägt, in denen Trendfolger zuverlässig ihren Zweck erfüllten. Wir sehen keinen Grund, warum zukünftig solche Verläufe nicht mehr eintreten sollten.

Um aber den Besonderheiten des Corona-Crashes, oder allgemein Extremereignissen, besser Rechnung zu tragen, berücksichtigen wir nun ein weiteres Risikoszenario. Bei dem Marktverlauf des vergangenen Jahres handelt es sich aus unserer Sicht nicht um einen neuen Normalzustand. Vielmehr handelte es sich um eine unwahrscheinliche Ausnahmesituation, mit deren häufigeren Eintreffen wir zwar nicht rechnen, auf die wir aber besser vorbereitet sein müssen. Deshalb haben wir eine neue Strategie gesucht, die das Portfolio zuverlässig stabilisiert, ohne es in den übrigen Szenarien wesentlich zu verändern.

Die Lösung liegt in einer dynamischen Exposuresteuerung der Carry-Strategien, um Verluste aktiv zu begrenzen, und einer neuen Tail-Hedge-Strategie, die mit einer intelligenten Gegenfinanzierung ausgestattet ist.

### Diversifikation schützt nicht vor Extremrisiken

Strategisches Risikomanagement	Taktisches Risikomanagement
Diversifikation durch Marktineffizienzen	Zusätzliche Schutzmechanismen
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Momentum                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– In ausgeprägten Marktkorrekturen (Bear-Märkten) bieten Trendfolgestrategien großes Diversifikationspotenzial</li> </ul> </li> <li>■ Value                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– Bei kurzfristigen Richtungswechseln können Mean-Reversion-Strategien profitieren</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Aktiver Risikofilter                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– Steigende Volatilitäten dienen als Warnsignal, um das Gewicht der Carry-Risikoprämien frühzeitig zu reduzieren</li> </ul> </li> <li>■ Tail Risk Hedging                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– Optionen auf Volatilität bieten hohe Tail Konvexität ohne die Performance in ruhigen Zeiten wesentlich zu beeinflussen</li> </ul> </li> </ul>
	► Implementierung im Sommer 2020

Quelle: Metzler

Bitte beachten Sie die Risikohinweise auf S. 4

Beide Bausteine haben die meiste Zeit keinen nennenswerten Einfluss auf die Strategieperformance. Wenn das Stressniveau jedoch bestimmte Marken übersteigt, helfen beide Bausteine die Performance zu stabilisieren.

## Lessons Learned

Wir sind mit dem Verlauf nicht zufrieden, aber wir können ihn nachvollziehen. Die Modelle haben nicht versagt, sondern haben sich erwartungstreu verhalten. Doch die bislang ungesehene Geschwindigkeit der V-förmigen Kursbewegung am Aktienmarkt hat dazu geführt, dass erwartete Diversifikationseffekte nicht in ausreichendem Maß eingetreten sind. Wie stark die Diversifikationseffekte von Trendfolgern in der Vergangenheit auch gewesen sind, 2020 konnten sie die Erwartungen nicht erfüllen.

Doch selbst Staatsanleihen und Gold verzeichneten Mitte März, in der schlimmsten Crash-Phase, Verluste. Auch wenn im Nachhinein zumindest an den Märkten alles gutgegangen ist, so hat die klassische Diversifikation im März versagt. Daher ist es an der Zeit, über dynamische Absicherungskonzepte oder Tail-Hedge-Strategien nachzudenken. Das vergangene Jahr hat gezeigt, dass Flexibilität nötig ist und dass der Status quo ständig hinterfragt und nach Schwachstellen untersucht werden muss.

Wir haben deshalb ein dynamisches Risikomanagement eingeführt, das sich im Idealfall die meiste Zeit nicht in der Performance bemerkbar macht und dennoch in extremen Stressphasen die Performance stabilisiert. Unsere Einzelstrategien sind nach den extremen Kurschwankungen im März sehr schnell wieder in den üblichen Modus operandi zurückgekehrt, und auch die Gesamtpformance hat ab Mai wieder unbeirrt ihren positiven Pfad eingeschlagen. Auch wir hoffen und wünschen Ihnen, dass wir alle bald wieder in den üblichen Modus operandi zurückkehren können.

# portfolio:update

**Werbeinformation der Metzler Asset Management GmbH.  
Information für professionelle Kunden – keine Weitergabe an Privatkunden.**

**Rechtliche Hinweise**

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines Anlagevermittlers, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen.

Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haften für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf der Grundlage des geltenden Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, der geltenden wesentlichen Anlegerinformationen (KID) sowie des geltenden Jahres- und Halbjahresberichts.

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab.

Metzler kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Anleger angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Portfolio stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche Metzler nur begrenzte Einflussmöglichkeit hat. Insbesondere kann nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass durch ESG-Investments tatsächlich die Rendite gesteigert und/oder das Portfoliorisiko reduziert wird. Ebenso kann aus dem Ziel des „verantwortlichen Investierens“ (Definition entsprechend den BVI-Wohlverhaltensregeln) keine zivilrechtliche Haftung seitens Metzler abgeleitet werden.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

Vielfalt ist uns wichtig: Daher legen wir Wert darauf und betonen ausdrücklich, dass wir mit unseren Informationen alle Menschen gleichberechtigt ansprechen. Wenn wir im Text männliche Bezeichnungen für Menschen und Positionen verwenden, dient das allein dazu, den Lesefluss für Sie zu vereinfachen.

**Metzler Asset Management**

Metzler Asset Management GmbH  
Untermainanlage 1  
60329 Frankfurt am Main  
Telefon (0 69) 21 04 - 11 11  
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79  
asset\_management@metzler.com  
www.metzler.com/asset-management