

Auf alle Fälle vorbereitet

Wie Schwarzer-Schwan-Profis kontinuierlich gegen extreme Tail-Risiken hedgen

Der Versuch, Schwarze Schwäne zu prognostizieren, muss fehlschlagen, sind sie doch per Definition unvorhersehbar. Man kann sich aber prinzipiell auf Marktverwerfungen vorbereiten, wie etwa aus einem White Paper des auf Black Swan Events spezialisierten Hedgefondsmanagers Universa Capital hervorgeht.

Die Autoren, unter ihnen Fondsgründer Mark Spitznagel, postulieren, dass „die Zuführung von asymmetrischem Beta zum CAPM-Ansatz dem Investor Resultate ermöglichen kann, die deutlich über dem Marktdurchschnitt liegen.“ Das langfristig.

Um diese These zu untermauern, kreieren die Autoren zunächst ein 60/40-Portfolio – 60 Prozent in den S&P 500, 40 Prozent in kurz laufende Treasuries. Das abgesicherte Portfolio hingegen besteht neben dem S&P 500 aus Out-of-the-money-Put-Optionen auf den S&P 500, die ein Delta aufweisen, dessen Strike ungefähr 30 bis 35 Prozent unterhalb des Spot-Preises liegt – das mit einer Restlaufzeit von elf bis zwölf Wochen. Zu Beginn jedes Kalendermonats wird die Gewichtung der Optionen so bestimmt, dass das solcherart gehedgte Portfolio bei einem im Lauf eines Monats eintretenden Verlust von 20 Prozent im S&P 500 break-even ist. In der Versuchsreihe ließ man das gehedgte Portfolio für den Zeitraum von Januar 2004 bis Juni 2014 laufen und kam zu einem beeindruckenden Risk-Return-Profil (siehe Grafik). Demnach liegt das gegen Tail Risks abgesicherte Portfolio beim Risiko auf einer Höhe mit der 60/40-Benchmark und zeigt gegenüber dem Index auf der Risiko- wie auch auf der Ertragsseite eine deutliche Outperformance.

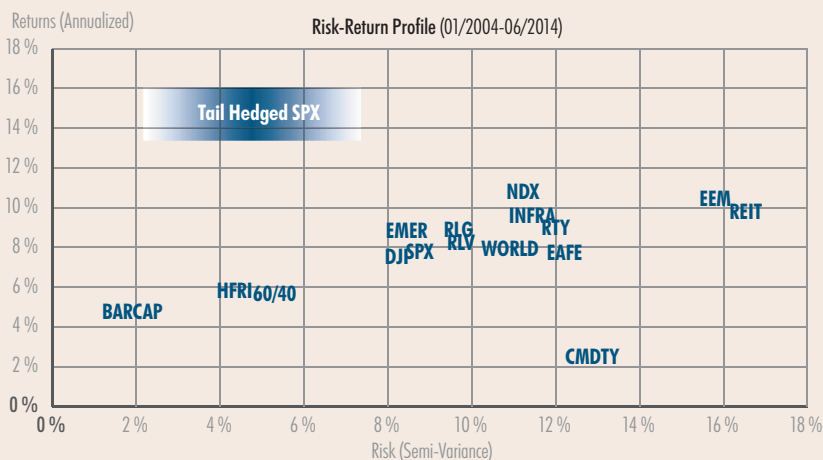
Danach ließen die Autoren das Portfolio einen Stresstest durchlaufen, in dem es täglich rekaliert wurde. Angenommen wurde, dass die implizite Volatilität bei fünf- und zehnprozentigen Kursveränderungen unverändert bleibt. Bei einem 20-prozentigen Abschlag wurden hingegen die impliziten Volatilitäten von fünf Black Swan Events von 1998 bis 2011 durchgerechnet. Das gehedgte Portfolio wurde mit derselben Risikotoleranz wie das 60/40-Portfolio ausgestattet. Im 20-Prozent-Szenario wurde nicht nur eine Outperformance gegenüber der

60/40-Benchmark erzielt, das Portfolio erwirtschaftete in den Monaten mit der jeweiligen impliziten Volatilität der fünf Krisenszenarien einen durchschnittlichen Ertrag von knapp 25 Prozent; besonders auffällig war das Szenario „Oktober 2018“, das für ein Plus von rund 55 Prozent sorgte. Die

Outperformance ergab sich durch die Tatsache, dass die Optionen einen Teil des linken Fat Tails kompensierten und es so möglich wurde, unter Einhaltung des Risikobudgets den Risikoanteil der Aktien zu erhöhen, also verstärkt Aktien zuzukaufen und so von den Aufwärtsphasen stärker zu profitieren.

Überlegene Bandbreite

Über zehn Jahre hat sich das theoretische Portfolio in einer vielversprechenden Bandbreite bewegt.



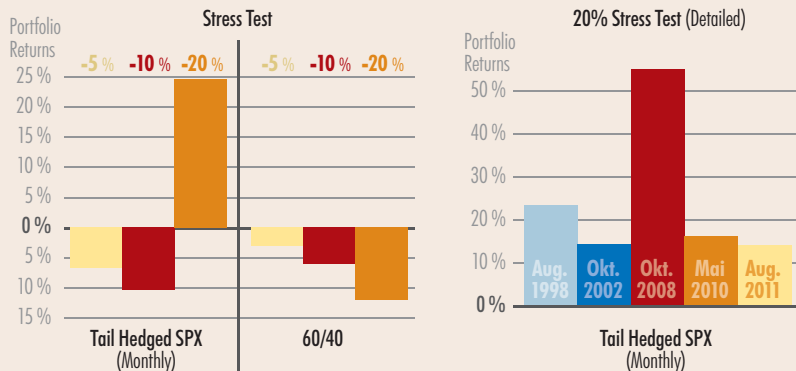
- 60/40:** 60 % S&P 500/40 % Cash
- CMDTY:** TR/CC CRB Commodity Index
- EEM:** ISHARES MSCI Emerging Market
- HFRI:** HFRI Fund Weighted Index
- DJI:** DOW JONES Indus. AVG
- EMER:** JPM Emerging Mkts Bond Index
- BARCAP:** Barclays US AGG
- EAFE:** MSCI EAFE
- WORLD:** MSCI World
- NDX:** NASDAQ 100
- REIT:** Dow Jones Equity Reit
- RLV:** Russell 1000 Growth
- RLV:** Russell 1000 Value
- RTY:** Russell 2000
- INFRA:** S&P Global Infra
- SPX:** S&P 500
- Tail Hedged SPX:** Tail-Hedged Portfolio

Das gehedgte S&P-500-Portfolio hat zumindest in der theoretischen Vergangenheit ein deutlich besseres Risiko-Ertrags-Profil als ein klassischer 60/40-Ansatz zuwege gebracht.

Quelle: Universa

Wenn es wirklich kritisch wird

Besonders heftige Markturbulenzen spielen dem gegen Tail Risks gehedgten Portfolio in die Hände.



In einem Minus-20-Prozent-Szenario hat das gehedgte Portfolio dem 60/40-Ansatz eine deutliche Outperformance abgetrotzt. Je markanter die Verwerfung, desto besser die Performance.

Quelle: Universa