

Begrenzung von **Verlustrisiken** in taktischen Asset Allocation-Ansätzen durch Nutzung von multiplen Alpha-Quellen

Taktische Asset Allocation galt lange Zeit als Ansatz mit geringem Outperformance-Potenzial. Die Informationsverarbeitung an den Finanzmärkten wird für die Beurteilung von Assetklassen als besonders effizient betrachtet. Dort, wo Informationen leicht zugänglich und verarbeitbar sind, ist der Wettbewerb besonders hart. In den letzten Jahren sind mit der Global-Tactical-Asset-Allocation (GTAA) quantitative Ansätze in die taktische Asset Allocation eingezogen, die Marktineffizienzen mit Hilfe innovativer und teils proprietärer Techniken zu nutzen suchen.

Die Gemeinsamkeit, die moderne Ansätze der GTAA typischerweise mit den althergebrachten gemischten Produkten verbindet, ist die starke Exposition gegenüber den klassischen Marktrisiken (Beta) sowie die unzureichende Nutzung der Diversifikationseffekte von multiplen Alpha-Quellen. Eine Lösung dieser Problematik liegt in GTAA-Ansätzen, die auf mehreren reinen, möglichst unabhängigen Alpha-Ansätzen beruhen. Beta-Risiken werden dabei eliminiert und die Unkorreliertheit unabhängiger Alpha-Quellen genutzt, um die Risiken eines absoluten Verlustes zu begrenzen.

Aktienähnliche Renditen bei rentenähnlichem Risiko

Abbildung 1 zeigt das Beispiel eines ausschließlich strategisch orientierten und passiv ausgerichteten Beta-Investors mit einer 50:50-Aufteilung auf globale Aktien und globale Staatsanleihen. Eine strategische Mehrzuteilung hin zu Aktien auf Kosten der Renten erhöht das Risiko angesichts des Renditevorteils nur minimal. Folglich bietet die strategische Allokation das Risikoprofil einer Rentenanlage für das Renditeprofil einer Aktienanlage, obwohl der Beta-Ansatz das Risiko einer möglichen

Negativperformance bei diesen Anlageklassen impliziert.

Im nächsten Schritt wird eine aktive taktische Komponente eingeführt. Zu Beginn des Jahres 2004 wird der Aktienanteil um 20 Prozent erhöht. Der Anleger wird mit einer zusätzlichen Rendite von zwei Prozent per annum bei einer Erhöhung des Gesamtrisikos von 5,3 Prozent auf durchschnittlich 7,1 Prozent belohnt. Auch eine solche einfache Entscheidung kann sich also stark auf das Renditeprofil auswirken. Das Grundproblem bleibt jedoch bestehen: Der Anleger trägt ein beträchtliches Beta-Risiko. Er läuft somit Gefahr, dann größere Verluste zu erleiden, wenn diese auch in anderen Vermögensteilen auftreten (Abbildung 2).

Auf Alpha aufbauende Allokationen können das Verlustrisiko verringern und die Renditen erhöhen. Abbildung 3 zeigt den Unterschied beim Risiko/Rendite-Profil zwischen einem Alpha- und einem Beta-

Ansatz. Als strategische Benchmark wird Bargeld herangezogen. Bargeld ist weitgehend risikofrei und erlaubt beispielhaft die Aufteilung des gesamten Risikobudgets auf taktische Entscheidungen mit Hilfe von zwei Alpha-Ansätzen aus dem Quant-Macro-Strategieprogramm von Aberdeen Asset Management. Diese systematischen Ansätze sind sowohl zu Aktien als auch zu Renten weitgehend unkorreliert ($<0,15$ zu beiden Indizes). Die resultierende Strategie bietet höhere Renditen (elf Prozent verglichen mit zehn Prozent) und weniger Risiko (5,2 Prozent verglichen mit 7,1 Prozent) gegenüber dem taktischen Beta-Ansatz.

Der Vorteil des Alpha-Ansatzes liegt in der Begrenzung des absoluten Risikos, weil die Alpha-Strategie im Gegensatz zur Beta-Strategie Schutz gegen Verluste bietet. In Abbildung 3 sind zwei entscheidende Verlustphasen zu sehen: Die Verluste durch die Alpha-Strategie fallen geringer aus oder zu einem anderen Zeitpunkt an als bei der Beta-Strategie.

Diversifikation dank fehlender Korrelation zu anderen Renditequellen

Alpha-Strategien ermöglichen große Diversifizierungsvorteile, da die fehlende Korrelation zu anderen Renditequellen per definitionem eine flexible Mischung von Investmentstilen und -prozessen aus einem breiten Anlageuniversum heraus schafft. Abbildung 4 zeigt, wie schnell ein Diversifizierungsvorteil durch den Einsatz von Alpha-Strategien entsteht. Hier wird das Gesamtrisiko einer gleichgewichteten Allokation ermittelt und zwar in Abhängigkeit von einer steigenden Anzahl von unabhängigen taktischen Investment-Teams, jeweils mit einem Verlustrisiko von 100 Basispunkten. Geringfügige oder mäßige Korrelationen verringern eindeutig das Risiko und schaffen einen Vorteil, dessen sich der tak-

Dr. Nick Laxton, Head of Quantitative Strategies, Aberdeen Asset Management Plc., und Dr. Hartmut Leser, Geschäftsführer Aberdeen Asset Managers Deutschland, Frankfurt am Main

Traditionell gilt: Mit einer höheren Rendite steigt meist auch das Risiko. Aus Sicht der Autoren ist dem im Sinne einer kurzfristigen, taktischen Asset Allocation zumindest bedingt zu widersprechen. Die Anlage über verschiedene Renditestrategien (Alpha) mit unterschiedlichen Stilen und Prozessen, so erläutern sie, schafft auf natürliche Weise einen Diversifikationsvorteil. Damit soll sich bei geringerem Verlustrisiko eine insgesamt höhere Rendite erzielen lassen. Bei der Erreichung von Risiko-/Rendite-Zielen, so ihr Credo, ist dabei eine höhere Präzision möglich, als mit traditionellen, langfristigen Investmentansätzen. (Red.)

Abbildung 1: Beispiel einer strategischen Allokation zur Diversifizierung von Beta

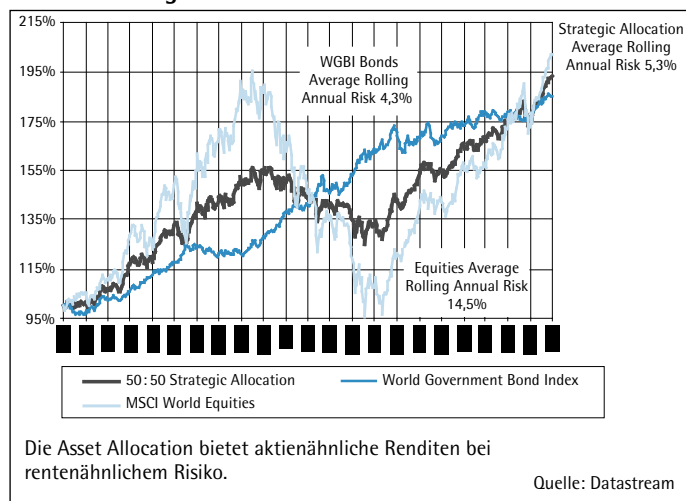
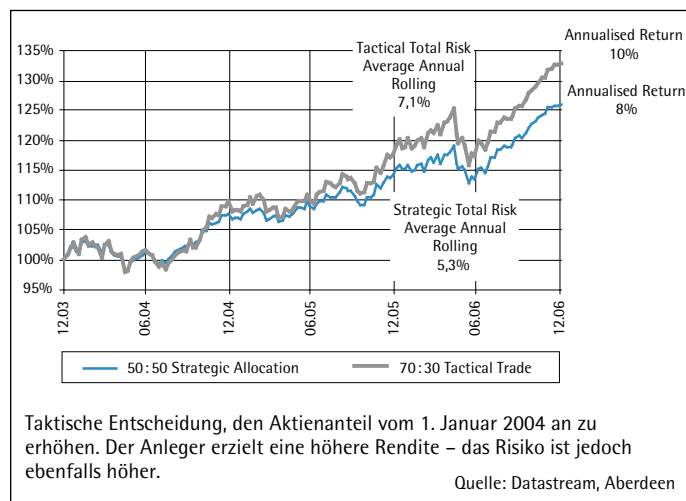


Abbildung 2: Taktische Entscheidung zur Erhöhung des Aktienanteils



tische Manager bedienen kann, um die Ziele seines Kunden zu erreichen (Abbildung 4).

Im folgenden Beispiel werden die tatsächlichen Ex-post-Korrelationen von mehreren Investment-Teams aufgezeigt, die im Rahmen des Global-Multi-Alpha-Strategy-Prozesses GTAA-Ansätze praktizieren. Die Ansätze stellen eine Mischung aus unterschiedlichen Investmentstilen, -universen und -prozessen dar, beruhend beispielsweise auf Makroüberlegungen, Dynamik, Zyklus und Mean Reversion (Abbildung 5).

Die Korrelationen der Alpha-Teams sind nahe Null. Das zeigt, dass unterschiedliche

Stile und Prozesse auf natürliche Weise einen Diversifizierungsvorteil schaffen. Die Skalierbarkeit der Alpha-Quellen bietet einen zusätzlichen Vorteil, der die Erarbeitung von flexiblen GTAA-Lösungen für Investoren ermöglicht.

Steuerung durch Einbezug aller Risiken

Abbildung 6 zeigt die Beständigkeit des Diversifikationspotenziales, die unerlässlich ist, wenn der Alpha-basierte GTAA-Ansatz bei der effektiven Steuerung von Risiken gegenüber einem Beta-Ansatz im Vorteil sein will. Der Einfachheit halber sind lediglich die Höchst- und Tiefststände der paar-

weisen Korrelationen aufgeführt. Trotz der Schwankungen der Marktvolatilität in den letzten Jahren bewegen sie sich in einem engen Band beständig niedriger Korrelationen.

Eine effektive Risikosteuerung beruht darauf, die komplette Bandbreite aller Risiken bei der Umsetzung von Alpha-Strategien für GTAA-Programme einzubeziehen. Bei Aberdeen wird beispielsweise das hauseigene sogenannte True-Risk-System verwendet, das auf dem Prozess der Global-Multi-Alpha-Strategien (GMAS) aufbaut. Das Risikomodell wird in jeder Phase des Anlageprozesses herangezogen, um die Anlageentscheidungen zu optimie-

Abbildung 3: Multi-Alpha-Strategien im Vergleich zu taktischem Beta

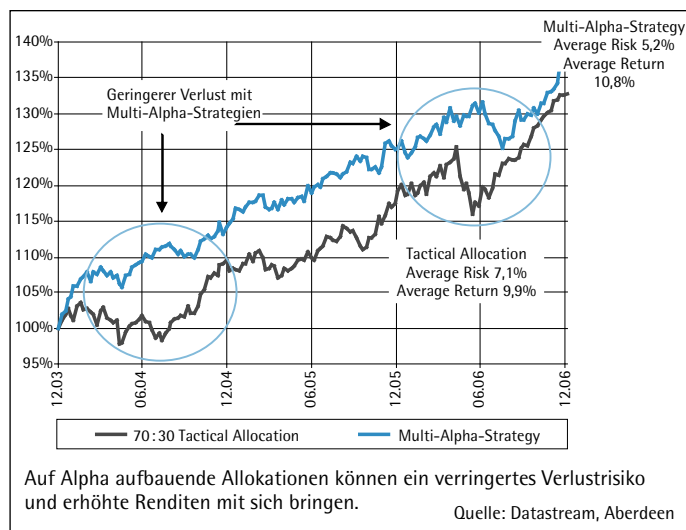


Abbildung 4: Diversifizierungseffekt multipler Alpha-Teams

Anzahl der Teams	Risiko Korrelation: 0	Risiko Korrelation: 0,1	Risiko Korrelation: 0,25
1	100	100	100
2	71	74	79
3	58	63	71
4	50	57	66
5	45	53	63

Bei fünf unabhängigen Alpha-Teams hat sich das Verlustrisiko um mehr als die Hälfte reduziert. Quelle: Aberdeen

Abbildung 5: Tatsächliche Ex-post-Korrelationen von mehreren Investment-Teams

	Quant FX	Quant Equity	Asset Allocation	Global FX	Global Bonds
Quant Bond	0,08	- 0,08	0,01	0,01	- 0,15
Quant FX		0,04	- 0,09	- 0,09	- 0,01
Quant Equity			- 0,12	- 0,01	0,07
Asset Allocation				0,11	0,11
Global FX					- 0,02

Historische Korrelationen der Alpha-Teams der globalen Multi-Alpha-Strategien von Aberdeen: Die Tabelle zeigt die niedrige Korrelation zwischen den Alpha-Teams bei einer Reihe von Anlageklassen unter Anwendung von quantitativen und fundamentalen Investmentstilen. Quelle: Aberdeen

Abbildung 6: Beständigkeit des Diversifikationspotenzials

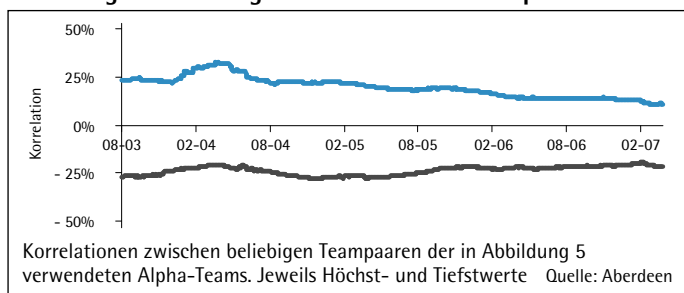


Tabelle: Gegenüberstellung von Alpha- und Beta-Ansatz

	Beta-Ansatz	Alpha-Ansatz
Horizont	Langfristig	Kurzfristig
Risikosteuerung	Passiv, Negativperformance schwer eingrenzbar	Aktiv gesteuert mittels effektiver Risikosteuerung
Risikobudget	Kontrolle möglich, Entscheidungsfreiheit jedoch eingeschränkt	Volle Kontrolle
Investmentbreite	Eingeschränkt – indexbezogen auf breiter Front	Uneingeschränkt – komplettes Investmentuniversum
Investmentstile	Ähnlich – meist zyklisch und dynamisch	Unterschiedlich – makroökonomisch, wertpapierspezifisch, relative value, usw.

ren, Risiken zu bewirtschaften und unabhängige Alpha-Quellen zu schaffen.

Um das optimale Portfolio der verschiedenen Alpha-Quellen zu ermitteln, kann eine quantitative Vorgehensweise gewählt werden. Prinzipiell könnte das Mean-Variance-Modell von Markowitz herangezogen werden, das eine Portfoliorendite bei einem vorgegebenen Risikoniveau analytisch ma-

ximiert. Da die Analyse typischerweise nicht zwischen Alpha und Beta unterscheidet, ist es sinnvoll, ein verbessertes Modell zu verwenden, das explizit die Alpha- und Beta-Quellen im Optimierungsprozess berücksichtigt.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass Alpha-Strategien auf dem Gebiet der GTAA den Beta-basierten Ansätzen in

vielerlei Hinsicht überlegen sind, da sie Flexibilität und die Vorteile bieten, die in der Tabelle noch einmal im Überblick aufgeführt sind.

Um den Risiko-/Rendite-Zielsetzungen des Kunden gerecht zu werden, kann das Risikobudget sehr effektiv gesteuert werden. Dabei ist ein Grad an Präzision möglich, den ein Beta-Stil nicht zulässt.