



PortfolioPraxis: Risikomanagement & Advanced Return

Advanced Return-Strategien im Niedrigzinsumfeld

Oktober 2010

Deutschlands globaler Fondsmanager.

Allianz 
Global Investors



Inhalt

1. Niedrigzinsumfeld als Herausforderung für Kapitalanleger	3
2. Advanced Return-Strategien im Gesamtportfoliokontext	5
3. Strukturierung von Advanced Return-Portfolios	6
4. Umsetzungs- und Risikomanagementaspekte	8
5. Fazit	9

Advanced Return-Strategien im Niedrigzinsumfeld

1. Niedrigzinsumfeld als Herausforderung für Kapitalanleger

Wie Abbildung 1 zeigt, ist die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen über den Zeitraum Januar 2000 bis August 2010 von ca. 5,5% p. a. auf knapp über 2% p. a. gefallen. Gleichzeitig haben sich die Verpflichtungen vieler institutioneller Kapitalanleger nur geringfügig verringert. So beträgt z. B. der durchschnittliche Rechnungszins deutscher Lebensversicherer noch immer 3,4% p. a. Für die meisten Pensionseinrichtungen liegt die benötigte Rendite zur Abdeckung der Verbindlichkeiten jedoch zwischen 4% und 6% p. a.

Diese Deckungslücke stellt Kapitalanleger vor zunehmend größere Herausforderungen. Im Unterschied zu früheren Jahren, in denen die Bedienung der Verpflichtungen durch „risikolose“ Zinsanlagen problemlos möglich war und zusätzlich noch Risikopuffer für die

Gastautoren

Bei dieser Analyse handelt es sich um einen Gastbeitrag von Herrn Dr. Reinhold Hafner und Herrn Dr. Wolfgang Mader.

Dr. Reinhold Hafner ist CEO von risklab GmbH, einer Tochter von Allianz Global Investors

Dr. Wolfgang Mader ist Head of Asset Allocation Strategies und Senior Vice President der risklab GmbH.

Anlage in riskantere Anlagen wie Aktien zur Verfügung standen, ist die Situation heute diametral verschieden. Die Renditen sicherer Zinsanlagen reichen bei Weitem nicht mehr aus, um die Verbindlichkeiten nachhaltig zu bedienen. Stille Reserven stehen bedingt durch die Finanzmarktkrise auch nicht mehr oder nur in beschränktem Umfang zur

Abbildung 1: Rendite 10-jähriger Bundesanleihen (vom 01.01.2000–27.08.2010).



Quelle: Deutsche Bundesbank. Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Verfügung. Somit stehen Anleger also vor der Herausforderung, in Zeiten knapper Risikobudgets deutliche Überrenditen gegenüber sicheren Staatsanleihen erzielen zu müssen. Solche Renditeaussichten werden letztlich nur durch die vermehrte Anlage in riskantere Anlageklassen – wie Aktien in Kombination mit intelligenten Risikosteuerungsansätzen – oder durch eine effizientere Nutzung vorhandener Risikobudgets durch Anlage in gut diversifizierende, alternative Anlageklassen eröffnet.

In diesem Artikel wollen wir uns schwerpunktmäßig mit der zweiten Variante beschäftigen.

Im Rahmen der alternativen Anlagen kann man zwischen liquiden und illiquiden (in der Regel in Form von geschlossenen Fonds wie z. B. Photovoltaik-Beteiligungen oder Private Equity) Anlagen unterscheiden. Wir

legen den Fokus hier auf liquide alternative Anlagen und dabei speziell auf Absolute Return-Strategien, nachfolgend auch als Advanced Return-Strategien bezeichnet. Der Begriff Advanced Return soll verdeutlichen, dass es im Kern um die Erschließung neuer Renditequellen geht und nicht um die jährliche Erzielung absolut positiver Renditen deutlich über dem risikolosen Zins, was oft fälschlicherweise mit dem Begriff Absolute Return assoziiert wird.

Im Nachfolgenden wollen wir zwei typische Investoren-Fragestellungen untersuchen:

1. Wie verändert sich das Chance-Risiko-Profil eines traditionellen Balanced-Portfolios durch die Hinzunahme eines Segmentes Advanced Return-Strategien?
2. Wie sollte ein Advanced Return-Portfolio optimalerweise strukturiert werden?

Für die Begriffsdefinition Absolute Return bzw. Advanced Return vergleichen Sie bitte den Artikel von Frank Wolfert und Olga Braun-Cangl „Advanced Return Strategien“. Zu finden unter: www.allianzgi.de/Kapitalmarktanalyse in der Rubrik PortfolioPraxis



2. Advanced Return-Strategien im Gesamtportfoliokontext

Ausgangspunkt unserer Überlegungen ist ein traditionelles gemischtes Portfolio, bestehend aus 30% Aktien aus Industrieländern und 70% europäische Renten (EMU). Die Aktien unterteilen sich zu 15% auf Aktien Welt ex Europa (Benchmark: MSCI World ex Europe) und zu 15% auf Aktien Europa (Benchmark: MSCI Europe). Die Renten entsprechen in ihrer Zusammensetzung dem JPM EMU Index. Als Anlagehorizont unterstellen wir 5 Jahre.

Die von unserem Haus erwartete Durchschnittsrendite für dieses Portfolio über die nächsten 5 Jahre liegt auf Basis realistischer ökonomischer Annahmen für Zinsen und Aktienrisikoprämien bei ca. 3,8% p. a.¹ Das benötigte jährliche Risikobudget für dieses Portfolio liegt bei ca. 8,5% p. a. gemessen als Conditional Value at Risk (CVaR) mit einem Sicherheitsniveau von 95%. Der CVaR 95% misst den durchschnittlichen Verlust des Portfolios bezogen auf 1 Jahr in 5% der schlechtesten Fälle. Im Unterschied zum geläufigeren Value at Risk (VaR), der den

minimalen Verlust in 5% der schlechtesten Fälle misst, berücksichtigt er damit auch die Verteilungsinformation im extrem negativen Bereich und stellt somit ein konservativeres Risikomaß dar.

Für den Anleger stellt sich nun die Frage, wie er durch die Beimischung von Advanced Return-Strategien ein höheres Renditeniveau erreichen kann, ohne dabei mehr Risikokapital zur Verfügung stellen zu müssen. Dazu betrachten wir einen diversifizierten Korb an Advanced Return-Strategien mit den mit den Stilen Long-/Short Währungen, Long-/Short Aktien, Unconstrained Fixed Income, Volatility Risk Premium aus dem Hause Allianz Global Investors. Im Rahmen einer robusten Portfoliooptimierung, die die Schätzungenauigkeiten der verschiedenen Rendite-Risikoparameter explizit miteinbezieht, ermitteln wir ein aus unserer Sicht besonders sinnvoll erscheinendes Portfolio unter der Restriktion, dass der Anteil der Advanced Return-Strategien 15% nicht überschreiten darf. Die Ergebnisse sind in komprimierter Form in Abbildung 2 angegeben.

¹ Quelle: risklab. Das tatsächliche Erreichen einer solchen Rendite kann nicht garantiert werden.

Abbildung 2: Ergebnisse einer robusten Portfoliooptimierung.

Kennzahlen	Portfolio mit Advanced Return	Ausgangsportfolio
Erwartete Rendite (über den Anlagehorizont)	4,2%	3,8%
CvaR (95%, 1 Jahr)	8,5%	8,5%

Allokationsveränderung		
Aktien	Renten	Advanced Return Strategien
-2,7%	-12,3%	+15%

Quelle: risklab. Das tatsächliche Erreichen einer solchen Rendite kann nicht garantiert werden.

Durch die Beimischung von 15% Advanced Return-Strategien als Ergebnis der Portfoliooptimierung erhöht sich die von uns erwartete Rendite von 3,8% p. a. auf 4,2% p. a. bei gleichem Risikobudgetverbrauch von 8,5% p. a. (gemessen als CVaR 95%). Advanced Return-Strategien substituieren dabei zu 12,3% Renten und zu 2,7% Aktien. Letztlich fungieren Advanced Return-Strategien hier also als Rentensubstitut.

3. Strukturierung von Advanced Return-Portfolios

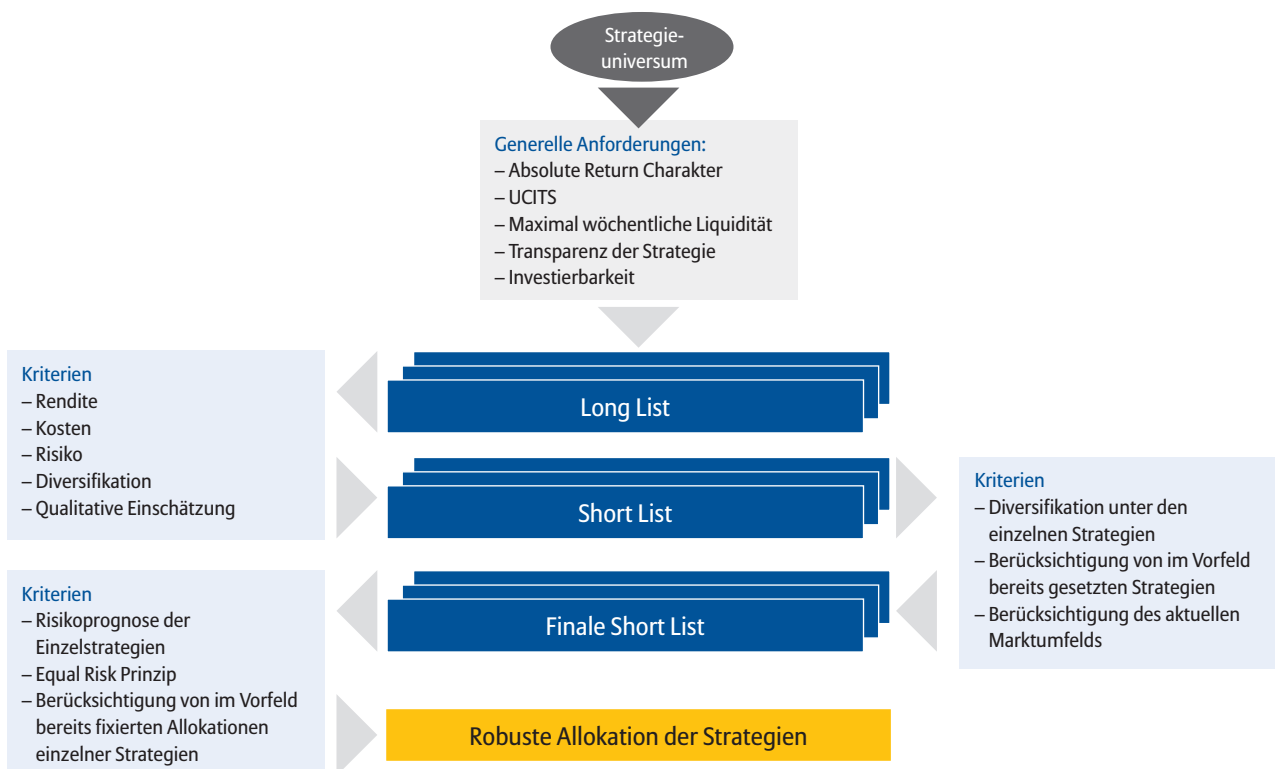
Hat man die Entscheidung getroffen, ein Segment Advanced Return aufzusetzen, stellt sich die Frage, wie man dieses optimalerweise strukturieren sollte. Ausgangs-

punkt für viele Investoren ist derzeit die Generierung „synthetischer“ Staatsanleihen mit ähnlichen Risiko- und Korrelations-eigenschaften wie Staatsanleihen, aber mit einer erwarteten Rendite, die oberhalb der möglichen Rendite von Staatsanleihen liegt. Bezüglich der Liquiditäts- und Transparenz-anforderungen orientiert sich die Mehrzahl der Investoren an den UCITS²-Regularien.

Eine praxiserprobte Vorgehensweise zur Ableitung eines solchen Portfolios zeigt Abbildung 3.

Ausgehend von einem immer größer werdenden Universum an UCITS III-Strategien wird zunächst eine Long List ermittelt, die Schritt für Schritt unter Anwendung verschiedenster quantitativer und qualitativer

Abbildung 3: Vorgehensweise zur Strukturierung von robusten Advanced Return-Portfolios.



Quelle: risklab.

² UCITS („Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities“): Im europäischen Rechtsrahmen versteht man darunter Investmentfonds, die gesetzlich definierte Arten von Wertpapieren und anderen Finanzinstrumenten investieren (Wertpapierfonds). Diese Fonds unterliegen der Zulassungspflicht und werden in Deutschland von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht überwacht. (Quelle: Wikipedia)

Kriterien in eine finale Short List überführt wird. Besonders wichtig dabei ist ein genaues Verständnis qualitativer Art über die verschiedenen Strategien und ihre jeweiligen Rendite- und Risikoquellen. Dies erlaubt, bereits bei der Strategieauswahl eine qualitative Diversifikation vorzunehmen.

Nach Auswahl geeigneter Strategien erfolgt die Portfoliokonstruktion, also die Verteilung des Anlagebetrages auf die verschiedenen Strategien. Ein Ansatz, der sich hier besonders anbietet, ist der sogenannte Equal Risk-Ansatz. Nach diesem Ansatz wird ein definiertes Risikobudget gleichmäßig auf die verschiedenen Strategien aufgeteilt. Unterstellen wir bspw. ein Gesamtrisikobudget für das Advanced Return-Segment von 5% p. a., definiert als CVaR 95%, und fünf zur Auswahl stehende Strategien, so wird das von einer Strategie maximal zu verbrauchende Risikobudget auf rund 1% begrenzt.³

Diese Art der Portfoliokonstruktion führt zu besonders robusten, gut diversifizierten Allokationen, da keine Prognosen bzgl. erwarteter Renditen in die Optimierung einfließen. Zentral für ein solches Vorgehen ist natürlich ein ausgefeiltes Risikomodell, das den z. T. sehr speziellen Eigenschaften dieser Strategien gerecht wird. Dies sind z. B. schiefe Verteilungen, Fat Tails, nichtlineare Korrelationen, fehlende Historien etc.

Abbildung 4 zeigt ein Beispiel auf Basis der von Allianz Global Investors angebotenen Strategien. Während die Gewichtsallokation stark ungleich verteilt ist, ist die Risikoallokation gleich verteilt. Durch das Equal Risk-Prinzip werden riskantere Strategien geringer und risikoarme Strategien höher gewichtet.

Grundsätzlich sind die entsprechenden Allokationen regelmäßig zu überprüfen und ggf. nach einer Re-Optimierung anzupassen.

Equal Risk Ansatz:
Der Equal Risk Ansatz gewichtet riskantere Strategien geringer und risikoarme Strategien höher, so dass der maximale Risikobeitrag aller Strategien gleich ist.

³ Technisch gesprochen wird der marginale Beitrag einer Strategie zum Gesamt-CVaR limitiert.



4. Umsetzungs- und Risikomanagementaspekte

Die Implementierung von Advanced Return-Strategien stellt im Unterschied zu früheren Jahren keine große Hürde mehr dar. Viele Strategien sind heutzutage einfach im UCITS-Mantel zu erwerben. Dies hat für den Investor eine Reihe von Vorteilen, wie ein Mindestmaß an Liquidität, Transparenz, Rechtssicherheit etc.

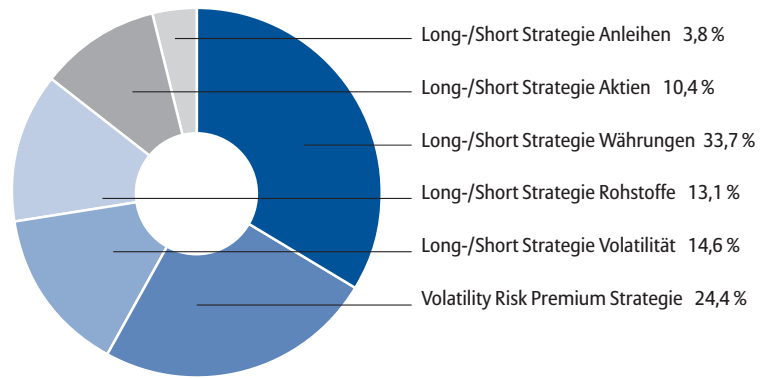
Während die Umsetzung von Advanced Return-Strategien deutlich einfacher geworden ist, gilt dies nicht für das Risikomanagement. Ganz im Gegenteil: Die Anzahl an Strategien und auch die Komplexität nimmt stetig zu und stellt Risikomanager daher vor große Herausforderungen. Wichtig ist es letztlich, ein umfassendes Verständnis über die einzelnen Strategien, deren Risikotreiber sowie über deren Interaktion in einem Portfolio untereinander bzw. zu anderen Anlageklassen zu entwickeln.

Analysiert man Advanced Return-Strategien hinsichtlich ihrer Risikofaktoren, so weisen viele Strategien ein Exposure zu Liquiditätsrisiken auf, d. h., schwindet die Liquidität, so erleiden diese Strategien mitunter deutliche Verluste. So geschehen z. B. im Herbst 2008. Viele Hedge Funds bzw. Absolute Return Funds hatten in dieser Zeit Probleme, was zu letztlich unbefriedigenden Performanceergebnissen führte. So verlor ein durchschnittlicher Hedge Fund of Fund gemessen am HFR Fund of Fund Index 2008 knapp 20% (Quelle: Bloomberg, Hedge Fund Research) – und damit weit mehr, als ursprünglich von dieser Anlageklasse erwartet wurde.

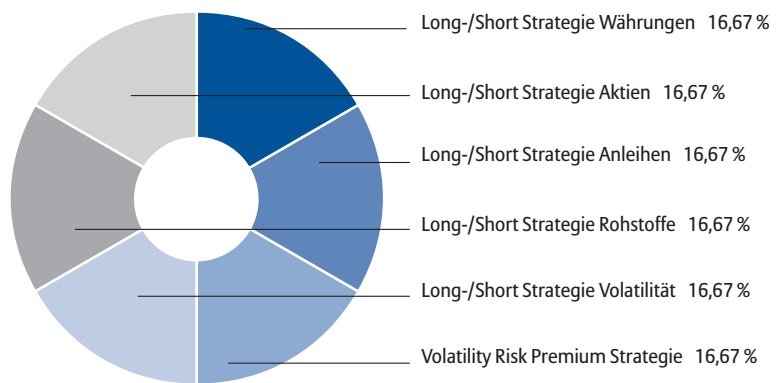
Stellt man nach der Portfoliokonstruktion eines Advanced Return-Portfolios fest, dass noch signifikante Extremrisiken im Portfolio vorhanden sind, so lassen sich diese über geeignete Tail Risk Hedging-Ansätze, wie z. B. den Kauf von Deep OTM Put-Optionen⁴, zusätzlich absichern.

Abbildung 4: Optimierte Advanced Return-Portfolios nach dem Equal Risk-Prinzip.

Gewichtsallokation



Risikoallokation

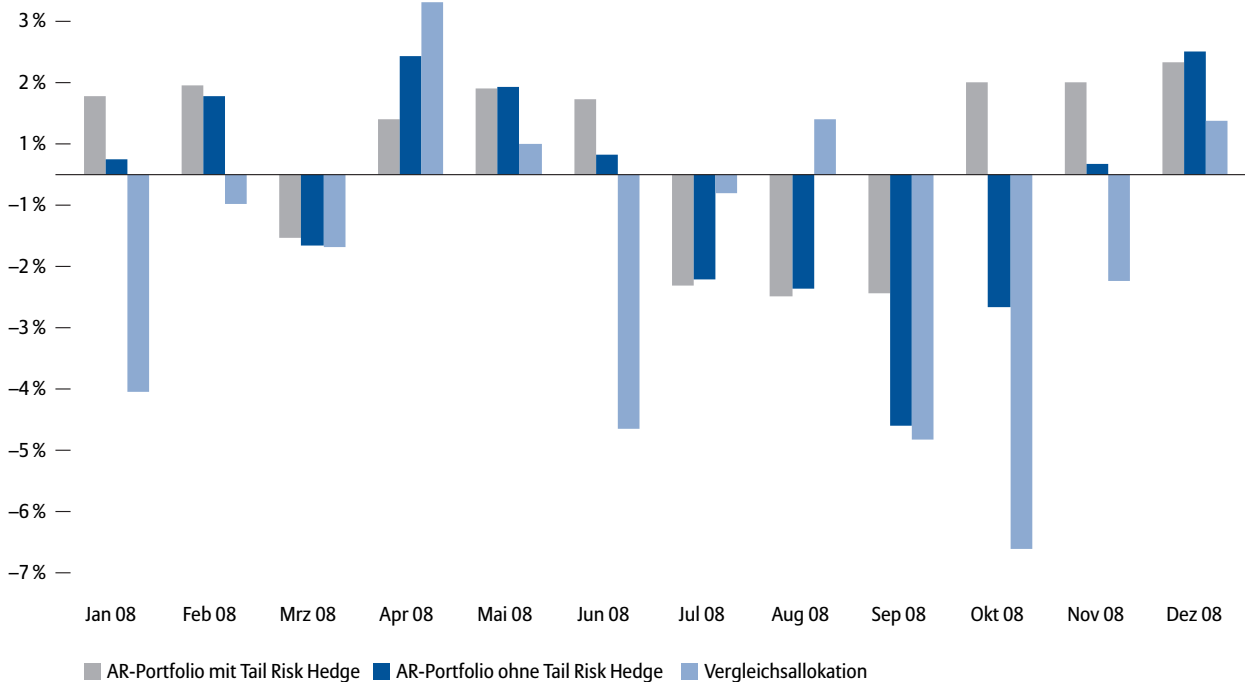


Quelle: risklab. Stand: Juni 2010.

Wie Abbildung 5 zeigt, liefert das bereits gut diversifizierte Portfolio mit verschiedenen Advanced Return-Strategien (AR-Portfolio) in 2008 nur unzureichenden Risikoschutz. Das Portfolio mit Tail Risk Hedge liefert in 2008 hingegen ein sehr gutes Ergebnis. Die Kehrseite einer solchen zusätzlichen Absicherung sind jedoch die Kosten, die dafür aufgewendet werden müssen und die in Jahren ohne extreme Ereignisse die erzielte Rendite mindern.

⁴ Deep OTM (out of the money) Put steht für eine Verkaufsoption, die weit „aus dem Geld“ ist. Eine Verkaufsoption ist aus dem Geld, wenn der Preis des Basiswertes (das sog. „Underlying“) über dem Basispreis liegt.

Abbildung 5: Tail Risk Hedging bei Advanced Return-Portfolios – das Jahr 2008.



Allokation	Rendite 2008
Exemplarisches AR-Portfolio mit Tail Risk Hedge	4,2 %
Exemplarisches AR-Portfolio ohne Tail Risk Hedge	-3,8%
Vergleichsallokation (50 % Aktien Global, 50% Staatsanleihen)	-15,9%

Unter dem Tail Risk versteht man Extremrisiken, die durch Ereignisse dargestellt werden, die äußerst selten auftreten, jedoch einen erheblichen Einfluss auf ein Portfolio besitzen. Diese schwer vorauszusehenden Ereignisse können sowohl zu großen Verlusten als auch Gewinnen führen. Beim Tail Risk Hedging wird versucht die Verluste beim Eintritt eines solchen Ereignisses zu begrenzen.

Quelle: risklab, auf Basis eines statistischen Portfolios von Advanced Return-Strategien und statistischem Hedge.

5. Fazit

Advanced Return-Strategien stellen eine interessante Erweiterung des Spektrums investierbarer Renditequellen dar. Gerade in Niedrigzinsphasen wie der aktuellen kann eine Beimischung von Advanced Return-Strategien helfen, die Asset Liability-Lücke,

die sich durch die niedrigen Zinsen immer mehr auftut, abzumildern. So erhöht sich bei gleichem Risikokapitalverbrauch die erwartete Rendite im Vergleich zu einem klassischen Aktien/Renten-Portfolio deutlich. Die Konstruktion und das Risikomanagement von Advanced Return-Portfolios stellen allerdings hohe Anforderungen an die Investoren.

Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft. Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unseren bestmöglichen Beurteilungen zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung. Hierbei handelt es sich um eine Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.

Kennen Sie schon die anderen Publikationen aus der Werkstatt der Kapitalmarktanalyse?

Viele Publikationen gibt es auch als Podcast:
www.allianzgi.de/podcast

Rubrik	Thema	Titel
Analysen & Trends	Megatrend: Demographie	Fokus Demographie Zukunftssicherung: Globaler Trend – Demographie
	Megatrend: Globalisierung 3.0	Der sechste Kondratieff – Wohlstand in langen Wellen Asien im Aufbruch – Gravitationszentrum des 21. Jahrhunderts? Globale Investments in einer globalisierten Welt Welt im Wandel Brasilien: Local Hero Global Winner Brasilien: Konjunktur
	Megatrend: knappe Ressourcen	Knappe Ressourcen Eco-Trends: Investieren für die Umwelt Agrartrends: (Saat-) Gut fürs Depot Investieren in knappe Ressourcen Fokus: Agrartrends
	Strategie & Taktik	Fokus: Inflation – Deflation
	Sparen & Zukunftssicherung	Überliste Dich selbst (Behavioral Finance) Sparen – aber richtig!
	bAV – Betriebliche Zukunftssicherung	Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz und Versorgungs- verpflichtungen Zukunft sichern mit betrieblicher Altersversorgung Mittelstandsstudie
PortfolioPraxis	Investieren in Aktien und Anleihen	Investieren in Aktien und Anleihen
	Portfoliooptimierung in der Praxis	Portfoliooptimierung in der Praxis
	Bonds mit Kick	Bonds mit Kick
	Risikomanagement & Advanced Return	Advanced Return Strategien Neue Zoologie des Risikomanagements Schwarzer Schwan Fokus: Omegafaktor "CPPI" - dynamische Wertsicherung Advanced Return Strategien im Niedrigzinsumfeld
	Akademie	Finanzweisheiten: Weisheit oder Torheit? Aktives Management – verstehen wie die Welt tickt Wissen: Von Alpha bis Vola Mit Geld richtig umgehen Konjunktur Konjunktur II: Branchen im Zyklus Internet-Guide zur finanziellen Bildung Is small beautiful? Value oder Growth – mehr als nur eine Stilfrage Nachhaltig – verantwortungsvoll – themenbasiert Master-KAG Fokus: Dividendenstrategien
	Fondskonzepte	Fonds & Zertifikate

Alle Publikationen und Podcasts der Kapitalmarktanalyse finden Sie unter: www.allianzgi.de/kapitalmarktanalyse



„Kapitalmarktanalyse“ – unser besonderer Service.

Die Arbeiten des Teams Kapitalmarktanalyse werden in den drei Publikationsreihen

- Kapitalmarktbrief
- Analysen & Trends
- PortfolioPraxis

zur Verfügung gestellt.

Mit dem Kapitalmarktbrief verschaffen wir Ihnen jeden ersten Freitag im Monat Einblick in Aktien- und Anleihemärkte sowie Branchen- und Länderkonjunkturen. Nach Rubriken unterteilt, informieren wir Sie über aktuelle Entwicklungen, Tendenzen und Investmentideen.

Die Reihe Analysen & Trends konzentriert sich jeweils auf ein Thema; Wir stellen Ihnen Branchen oder Regionen vor, erläutern die Bewertung einzelner Marktsegmente, gehen auf längerfristige Entwicklungen ein und bieten Ihnen so Hilfen bei der Anlageentscheidung.

In PortfolioPraxis geht es um die Kunst des Vermögensaufbaus und der Vermögensstrukturierung: Baustein für Baustein durchleuchten wir hier Möglichkeiten & Chancen für den optimalen „Mix“ in Ihrem Portfolio, verbunden mit Tipps zur Umsetzung mit den Investmentfonds von Allianz Global Investors.

Die aktuellen Publikationen finden Sie immer direkt auf www.allianzglobalinvestors.de.

TIPP: Alle Publikationen sind direkt per E-Mail abonnierbar: www.allianzglobalinvestors.de/newsletter

Kapitalmarktanalyse goes MP3 & iPod!

Jeder Kapitalmarktbrief ist Monat für Monat als Mp3-File erhältlich. Auch werden immer weitere Publikationen der Reihen „Analysen & Trends“ und „PortfolioPraxis“ als Audio-File zur Verfügung gestellt. Sie sind unter www.allianzgi.de/podcast direkt erhältlich und können z. B. über iTunes als PodCast abonniert werden.

Hans-Jörg Naumer
Leiter Kapitalmarktanalyse, Allianz Global Investors

Impressum

Allianz Global Investors
Kapitalanlagegesellschaft mbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main

Kapitalmarktanalyse

Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis
Nacken (dn), Stefan Scheurer (st),
Richard Wolf (rw)

Unsere aktuellen Studien finden Sie
direkt unter www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse

Soweit nicht anders vermerkt,
stammen die Daten von Thomson
Financial Datastream.

www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse

Allianz Global Investors
Kapitalanlagegesellschaft mbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main

Bei dieser Broschüre handelt es sich um Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.

Stand: Oktober 2010