

Intelligente Overlay-Ansätze



Taktische Signale: Dynamische Feinadjustierung regelbasierter Risk Overlay-Ansätze

Overlay Manager sehen sich meist mit drei zentralen Anforderungen konfrontiert: Erstens soll die Wertuntergrenze gesichert werden. Zweitens sollen dabei die Opportunitätskosten möglichst gering sein. Drittens sollen regelbasierte und nachvollziehbare Prozesse vorgehalten werden, die diskretionäre Einzelfallentscheidungen durch Gremien unnötig machen – z. B. bezüglich des Zeitpunktes zum Wiedereinstieg in den Markt. Gezielt eingesetzte taktische Signale können diese Anforderungen erfüllen und als antizyklische Komponente unterstützend wirken. Sie sorgen zudem für die nötige Transparenz. Opportunitätskosten können durch sie reduziert und die Gefahr von Vollsicherungen kann gesenkt werden. An welchen Stellen und mit welchen Auswirkungen im Overlay-Investmentprozess taktische Signale einsetzbar sind, wird in diesem White Paper untersucht.



1.

Aktive Signale im Portfoliomanagement:
Die Ursprünge

Beginnen wir mit einem Blick in die Historie der Entwicklung von Signalen im Portfoliomanagement. Seit Markowitz' bahnbrechender moderner Portfoliotheorie¹ spielen Signale eine entscheidende Rolle für den Erfolg oder Misserfolg von regelbasierten, strukturierten aktiven Investmentansätzen. In der klassischen (Aktien)-Portfoliooptimierung etwa gehen (Roh-)Alpha-Signale r nach einer Skalierung mit dem Information Coefficient IC und der Residual Volatility (Alpha Refinement²) in die Berechnung eines optimalen Portfolios ein. Seit der Einführung der fundamentalen Faktor-Risikomodelle in das Portfoliomanagement durch Barr Rosenberg in den 1970er-Jahren³ und der damit verbundenen Dimensionsreduzierung der Schätzung und Berechnung der Varianz-Kovarianz-Matrix stellt sich diese Optimierungsaufgabe schematisch wie in der **Abbildung 1** auf der Folgeseite dar.

Der risikoadjustierte Return wird hier in einem quadratischen Optimierungsproblem unter Einbeziehung von Alpha-Signalen r , Ausgangsportfolio und dessen Gewichten w , Benchmark, Investmentuniversum, Faktor-Risikomodel $XF'X' + D$ ⁴, Risikoaversionsparameter λ ⁵ und (optional) Nebenbedingungen und Transaktionskosten maximiert⁶. Je nach Ansatz sind das Ergebnis optimale aktive oder totale Portfoliogewichte w .

¹ Harry M. Markowitz: Portfolio Selection. In: Journal of Finance, 7, 1952, ISSN 0022-1082, S. 77–91.

² Vgl. Richard C. Grinold / Ronald N. Kahn: Active Portfolio Management, Irwin Library of Investment & Finance.

³ Barr Rosenberg / Vinay Marathe, Common Factors in Security Returns: Microeconomic Determinants and Macroeconomic Correlates, University of California, Working Paper No. 44, (1976).

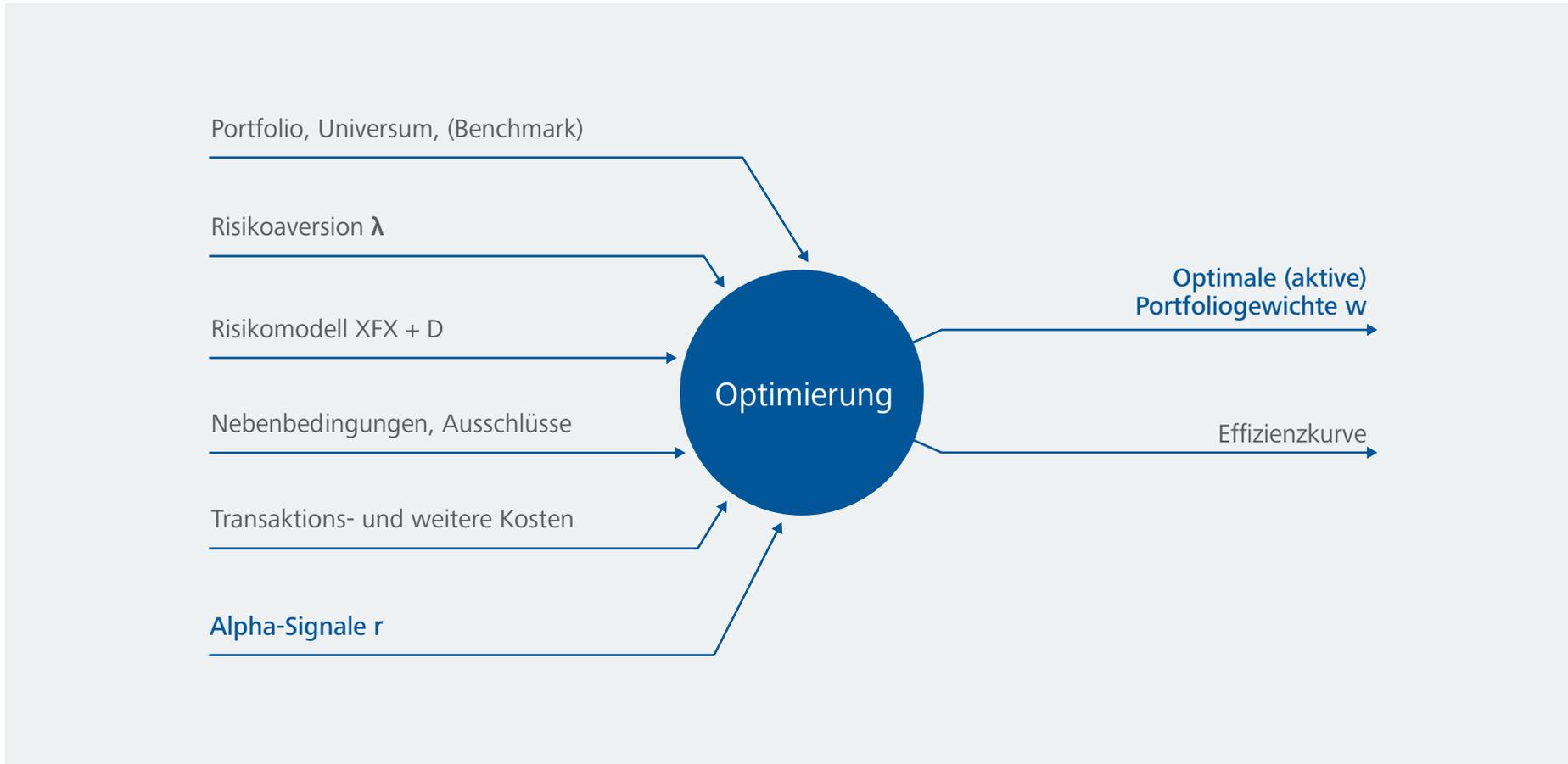
⁴ F = Varianz-Kovarianz-Matrix der Risikofaktoren, X = Matrix der Asset Exposures zu den Risikofaktoren, D = Diagonalmatrix der Volatilitäten der Asset Specific Returns.

⁵ λ steuert die Balance Return / Risiko in der Optimierung: Je niedriger λ , desto höher das Gewicht der Signale.

⁶ $U = r'w - \lambda w' (XF'X' + D) w \rightarrow \max_w$.

1. — Aktive Signale im Portfoliomanagement: Die Ursprünge

Abb. 1: Schematische Darstellung der Portfoliooptimierung



Quelle: Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

1. — Aktive Signale im Portfoliomanagement: Die Ursprünge

Die Abbildung auf der vorangegangenen Seite zeigt links die Input-Parameter der Optimierung. Auf viele von ihnen reagieren die Optimierungsergebnisse sehr sensibel. Insbesondere trifft das auf die Signale zu: Marginale Änderungen in den Signalen können weitreichend abweichende optimale Portfoliogewichte zur Folge haben. Daher sind Signale mit äußerster Sorgfalt auszuwählen, zu adjustieren und in unterschiedlichen (historischen) Marktgegebenheiten auf Robustheit und Qualität hin zu überprüfen. Das gilt für den Einsatz bei der hier beschriebenen Asset-Klasse Aktien genauso wie für Multi-Asset-Klassen (Asset-Allokation) bzw. für das Overlay Management. In welchen Bereichen Signale im Overlay Management eingesetzt werden können, zeigen wir im nächsten Kapitel.

2.

Einsatz taktischer Signale im Overlay Management

Signale im Overlay Management sollen oftmals nicht Alpha bzw. zusätzliche Rendite erzielen, sondern werden als Instrument zur dynamischen Feinadjustierung entscheidender Parameter im Investmentprozess – wie der Allokation von Risikobudgets – eingesetzt. Signale helfen dabei, eine Wertuntergrenze zu sichern bzw. umgekehrt die Sicherung aufzulösen, die andernfalls deterministisch abliefe. Um die Reagibilität zu justieren, müssen als wichtige Faktoren die passenden Signale identifiziert und regelmäßig überprüft werden. Dazu ist langjährige Erfahrung erforderlich.

Mögliche konkrete Einsatzgebiete von taktischen Signalen im Overlay Management sind:

- A. Dynamische Allokation der Risikobudgets und signalbasiertes Sponsoring,**
- B. Performancesicherung durch signalabhängige Limitierung von Risikobudgets,**
- C. Antizyklischer Wiedereinstieg in den Markt durch signalbasierte Budgetfreigabe.**

In den nachfolgenden Abschnitten werden diese Aspekte im Detail beleuchtet.

2. — Einsatz taktischer Signale im Overlay Management

A. Dynamische Allokation der Risikobudgets und signalbasiertes Sponsoring

⁷ Siehe White Paper „State-of-the-Art-Risikobudgetierung mit hierarchischer Cluster-Analyse“.

⁸ Siehe White Paper „Risiko- und Renditesteuering mit maßgeschneidertem Overlay“.

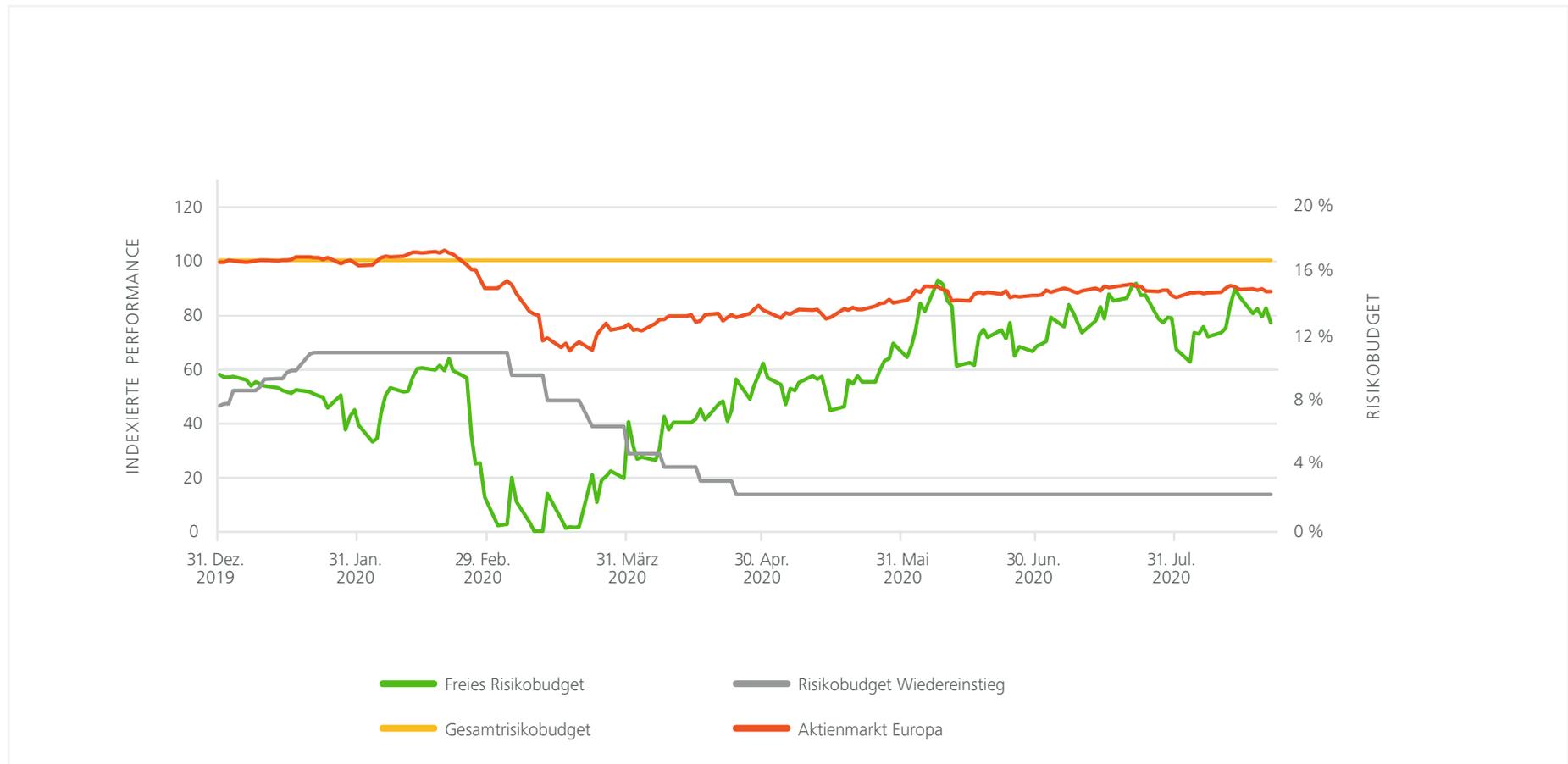
Die Basis für den Ansatz einer dynamischen Allokation der Risikobudgets ist ein modular aufgebautes Overlay, in dem den verschiedenen Risikomodulen separate Risikobudgets zugeordnet sind⁷. Durch sogenanntes Sponsoring kann Risikobudget nun von einem sich positiv entwickelnden Risikomodul in ein anderes transferiert werden, in dem kein freies Risikobudget mehr vorhanden ist und das sonst möglicherweise unmittelbar von Sicherungsmaßnahmen betroffen wäre⁸.

Allerdings ist eine unkontrollierte, deterministische Zufuhr eines Risikobudgets in ein Modul, das möglicherweise ungünstige Perspektiven aufzeigt, nicht zielführend. Taktische Signale können daher als zusätzliche Kontrollinstanz dienen: Ein Risikobudget-Transfer erfolgt nur dann, wenn das empfangende Modul mindestens ein neutrales Signal aufweist. Stufenweise kann weiteres Budget transferiert werden, je besser die Signalausprägung ist. Beispiel: Aufgrund der historisch negativen Korrelation zwischen Aktienmarkt und Staatsanleihen konnten diese beiden Risikomodule in der Vergangenheit erfolgreich für signalbasierte Risikobudget-Transfers und damit zur Vermeidung von Sicherungen eingesetzt werden.

Zusätzlich kann eine Maximalgrenze (z. B. als Prozentsatz des Value-at-Risk [VaR] des empfangenden Moduls) für den Transfer definiert werden. Ist diese Maximalgrenze überschritten oder ist das Signal für das empfangende Modul negativ, erfolgt der Transfer von überschüssigem Risikobudget in das Modul Wiedereinstieg. Ziel dieses Moduls ist es, mögliche (Voll-)Sicherungen durch einen antizyklischen Wiedereinstieg in den Markt effektiv aufzulösen, ohne neues Risikobudget bereitstellen zu müssen. Dadurch wird auch die Strategische Asset-Allokation (SAA) erfolgreich wiederhergestellt. **Abbildung 2** auf der Folgeseite zeigt den von taktischen Signalen geprägten Zusammenhang zwischen freiem Risikobudget und dem Risikobudget Wiedereinstieg im Krisenjahr 2020 am Beispiel Aktien Europa.

2. — Einsatz taktischer Signale im Overlay Management

Abb. 2: Beispiel Aktienmarkt Europa 2020: Freies Risikobudget vs. Risikobudget Wiedereinstieg



Stand: August 2020

Quelle: Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

2. — Einsatz taktischer Signale im Overlay Management

B. Performancesicherung durch signalabhängige Limitierung von Risikobudgets

Entwickeln sich die Märkte positiv, kann die SAA substanziiell Performance aufbauen und das freie Risikobudget kann deutlich anwachsen. Ohne Adjustierung der Steuerung verändert sich dadurch möglicherweise die Risikopräferenz des Overlays: Bei einer Trendumkehr würden negative Marktentwicklungen durch gefüllte Risikobudgets länger zugelassen, als es ohne die aufgelaufene Performance der Fall wäre. Diesem Effekt wirkt eine signalabhängige Beschränkung der maximalen Risikobudgets entgegen.

Technisch kann dies implementiert werden, indem je nach Signallage grundsätzlich ein Vielfaches λ des VaR des jeweiligen Moduls als Risikobudget zur Verfügung gestellt wird. Je besser das Signal für das Modul, desto höher λ und damit das maximal zur Verfügung gestellte Risikobudget. Bei negativer Signallage wäre eine

Beschränkung auf $\lambda = 1$ eine Option. Überschüssiges Risikobudget fließt dann entweder in das Sponsoring anderer Module oder in das Modul Wiedereinstieg (vgl. den vorangegangenen Abschnitt A). Damit bestimmen taktische Signale die Risikopräferenz des Overlays und mögliche Performancesicherungsmaßnahmen. Dieser Effekt zeigte sich im Januar 2020 (vgl. **Phase 1** in **Abbildung 3** auf der Folgeseite) bei der Performancesicherung durch Abführung von nicht benötigtem Risikobudget in das Budget Wiedereinstieg. Im Verlauf der Erholung des Aktienmarkts Europa ab Mitte März 2020 (vgl. **Abbildung 3, Phase 3**) war die Signallage dann durchweg positiv, sodass der Steuerungsparameter λ maximal ausgeprägt war. Entsprechend erfolgten keine Limitierung des Risikobudgets und damit auch kein Risikobudget-Transfer.

2. — Einsatz taktischer Signale im Overlay Management

Abb. 3: Beispiel Aktienmarkt Europa 2020: Signalbasierte Steuerung von Risikobudgets



Stand: August 2020

Quelle: Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

2. — Einsatz taktischer Signale im Overlay Management

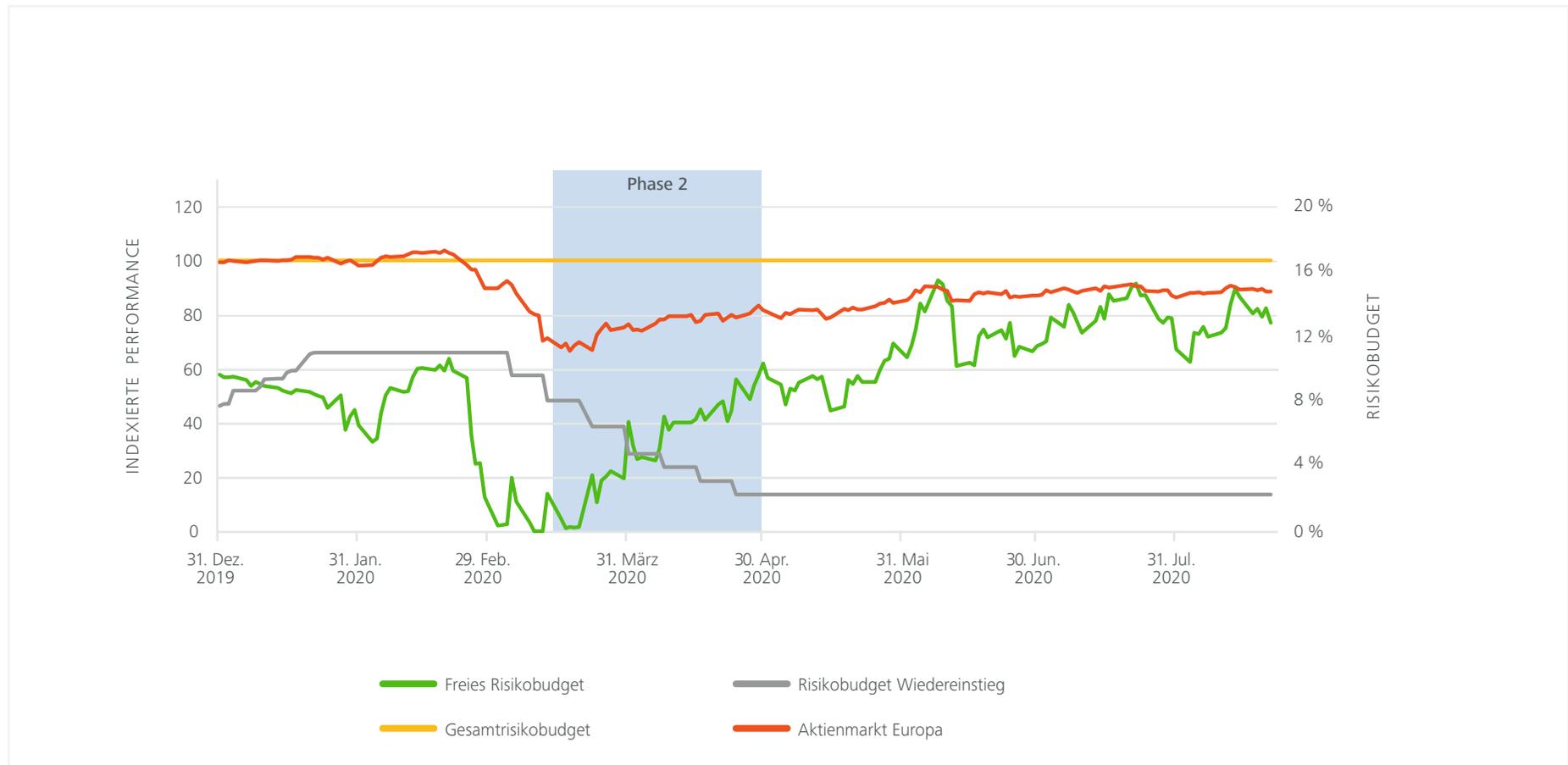
C. Antizyklischer Wiedereinstieg in den Markt durch signalbasierte Budgetfreigabe

Eine der größeren Herausforderungen im Overlay Management stellen Zeitpunkt und Art der Auflösung von bestehenden Sicherungen dar und damit einhergehend der Wiedereinstieg in den Markt. In Standard-Risiko-Overlays erfolgt der Wiedereinstieg im Allgemeinen diskretionär. Taktische Signale können diesen Prozess unterstützen. Mit ihrer Hilfe kann ein Wiedereinstieg antizyklisch erfolgen, sofern noch Risikobudget Wiedereinstieg vorhanden ist. Dabei wird unter der Voraussetzung mindestens eines neutralen Signals in vorher festgelegten Abständen (z. B. wochenweise) kontinuierlich signalabhängig Risikobudget freigegeben. Eine mögliche weitergehende Feinadjustierung der kontinuierlichen, signalabhängigen Budgetfreigabe wäre eine zusätzliche Kopplung an die Volatilität im Modul / Markt. Bei einer vorteilhaften niedrigen Vola-Phase kann verstärkt Budget freigegeben werden (Vola-Booster). Diese Vorgehensweise reduziert das Risiko einer

Pfadabhängigkeit des Overlays, die etwa entstünde, wenn das gesamte Risikobudget Wiedereinstieg auf einmal freigegeben würde. Ein derart auf Basis taktischer Signale strukturierter Wiedereinstieg lässt sich in **Abbildung 4** auf der Folgeseite beobachten (**Phase 2**): Ab März bis Ende April 2020 erfolgte aufgrund positiver Signale durch einen stufenweisen Transfer von Risikobudgets aus dem Budget Wiedereinstieg in das freie Risikobudget (Marktrisikobudget) eine erfolgreiche Partizipation am sich stabilisierenden Aktienmarkt und dementsprechend ab Mai 2020 ein weiterer Aufbau von freiem Risikobudget ohne weitere Risikobudget-Transferunterstützung.

2. — Einsatz taktischer Signale im Overlay Management

Abb. 4: Beispiel Aktienmarkt Europa 2020: Signalbasierte Nutzung des Budgets Wiedereinstieg



Stand: August 2020

Quelle: Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

3.

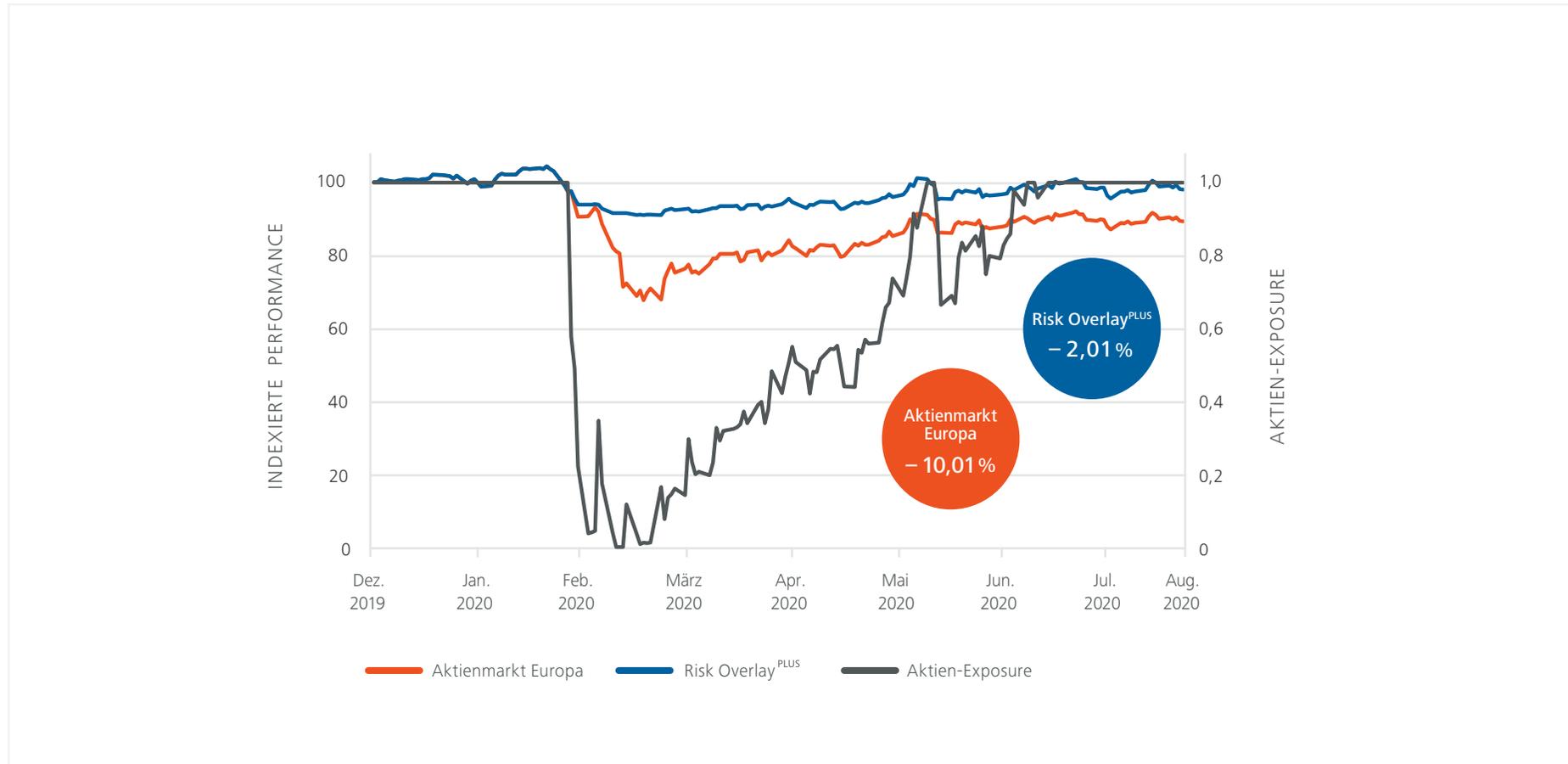
Mehrwert taktischer Signale: Overlay Performance 2020

Das Risk Overlay^{PLUS} von Universal-Investment setzt fundamentale, taktische Signale, wie in den Abschnitten A, B und C des vorangegangenen zweiten Kapitels erläutert, ein.

Die Performance dieses Ansatzes im Jahr 2020 unterstreicht eindrucksvoll die Wirksamkeit der dynamischen Feinadjustierung mit Signalunterstützung im Risk Overlay^{PLUS} am Beispiel Aktienmarkt Europa. Im Januar 2020 erfolgte ein Transfer von überschüssigem Risikobudget in das Budget Wiedereinstieg (Höchststandssicherung). Signalbedingt wurde die Aktienquote im März 2020 zunächst zügig bis auf null heruntergefahren (Vollsicherung). Auf Basis positiver Aktienmarktsignale erfolgte anschließend bis Juli 2020 unter Ausnutzung des Risikobudgets Wiedereinstieg eine stufenweise Erhöhung des Exposures zum Aktienmarkt bis nahe an die Vollinvestition. Für den Betrachtungszeitraum von Dezember 2019 bis August 2020 konnte der Drawdown im Vergleich zur SAA Aktienmarkt Europa year-to-date mit Risk Overlay^{PLUS} in der Simulation um über 80 Prozent reduziert werden (siehe **Abbildung 5** auf der Folgeseite).

3. — Mehrwert taktischer Signale: Overlay Performance 2020

Abb. 5: Breiter Aktienmarkt Europa vs. breiter Aktienmarkt Europa mit Risk Overlay^{PLUS}



Stand: August 2020

Quelle: Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

Overlay Management

Ob segmentübergreifendes Overlay Management für Portfolios auf der eigenen oder einer externen Plattform, ob Overlay Management im Outsourcing oder als administrierende KVG: Universal-Investment verfügt über langjährige Expertise in der Umsetzung von Overlay-Management-Konzepten – individuell, modular und erprobt.

Universal-Investment ist die größte unabhängige Fonds-Service-Plattform im deutschsprachigen Raum und Marktführerin unter den Master-KVGs.

