

Risikobasiertes Rebalancing

Das Risiko im Portfolio steuern

Traditionell werden beim Rebalancing eines Portfolios nur die Gewichte, nicht aber die Risikobeiträge der einzelnen Anlageklassen berücksichtigt. Dies kann zu einer ungewollten Konzentration von Risiken im Portfolio führen. Das risikobasierte Rebalancing führt im Zeitverlauf zu einem wesentlich stabileren Risikoprofil des Portfolios.

Ein institutioneller Anleger investiert gemäss seiner strategischen Asset Allokation (SAA) in verschiedene Anlageklassen wie Aktien und Obligationen. Da die Anlageklassen im Zeitverlauf unterschiedliche Renditen aufweisen, weicht die effektive Allokation des Portfolios früher oder später von der SAA ab. Rebalancing bezeichnet in diesem Zusammenhang das Umschichten des Portfolios, um die ursprüngliche SAA wiederherzustellen. Das Rebalancing spielt deshalb eine zentrale Rolle in einem strukturierten Anlageprozess.

Traditionelles Rebalancing mithilfe relativer Gewichte

Traditionell werden um die strategischen Gewichte der Anlageklassen obere und untere Bandbreiten konstruiert. Ein Investor kann beispielsweise definieren, dass das strategische Gewicht der Anlageklasse Aktien 25 Prozent und die zugehörige Bandbreite 20 bis 30 Prozent betragen. Wenn nun der Anteil der Aktien im Portfolio die Bandbreite von 20 Prozent unter- oder jene von 30 Prozent überschreitet, wird das Rebalancing ausgelöst. Das relative Gewicht der Anlageklasse Aktien wird anschliessend mithilfe von Umschichtungen im Portfolio auf den strategischen Zielwert von 25 Prozent zurückgeführt.

Fehlende Berücksichtigung des Risikoprofils

Die Überwachung der relativen Gewichte der einzelnen Anlageklassen und

In Kürze

- > Risiken der Anlageklassen schwanken – Risikobeiträge beachten
- > Traditionelles Rebalancing berücksichtigt nur Gewichte der Anlageklassen
- > Risikobasiertes Rebalancing macht direkte Steuerung der Risikobeiträge möglich

das darauf basierende Rebalancing sind einfach zu handhaben und darum in der Praxis weit verbreitet.

Die Problematik bei diesem traditionellen Ansatz besteht jedoch darin, dass die Risikobeiträge der einzelnen Anlageklassen ignoriert werden. Dies kann dazu führen, dass das Risikoprofil eines Portfolios mit der Zeit stark vom ursprünglichen Risi-

koprofil abweicht, obwohl die relativen Gewichte der einzelnen Anlageklassen innerhalb der tolerierten Bandbreiten liegen.

Grafik 1 zeigt die Entwicklung der Risikobeiträge der Anlageklassen im Portfolio eines typischen institutionellen Anlegers, wobei die zugrundeliegende Allokation jederzeit exakt der SAA entspricht. Obwohl die relativen Gewichte der einzelnen Anlageklassen somit zu jedem Zeitpunkt konstant sind, steigt der kumulative Risikobeitrag der Aktien von anfänglich knapp 65 Prozent auf über 90 Prozent an. Durch diese Risikokonzentration weicht das tatsächliche Risikoprofil des Portfolios stark vom eigentlich gewünschten strategischen Risikoprofil ab.

Risikobasiertes Rebalancing als Lösungsansatz

Das risikobasierte Rebalancing ist ein neuer Ansatz, bei dem die oben beschriebene Gefahr einer ungewollten Konzentration von Risiken im Portfolio ausgeschlossen wird. Im Gegensatz zum traditionellen Ansatz werden beim risikobasierten Rebalancing die Bandbreiten nicht um die strategischen Gewichte der Anlageklassen definiert, sondern um ihre Risikobeiträge. Ein Rebalancing erfolgt somit, falls der Risikobeitrag einer Anlageklasse die vorher definierte Bandbreite verletzt, beziehungsweise das effektive Risikoprofil des Portfolios zu stark vom strategischen Risikoprofil abweicht.

Autoren

Alexander Kohler
Dr., Aktuar SAV,
Manager Deloitte
Consulting AG,
Zürich



Hagen Wittig
CFA, Geschäftsführender Partner
AlgoFin AG,
St. Gallen

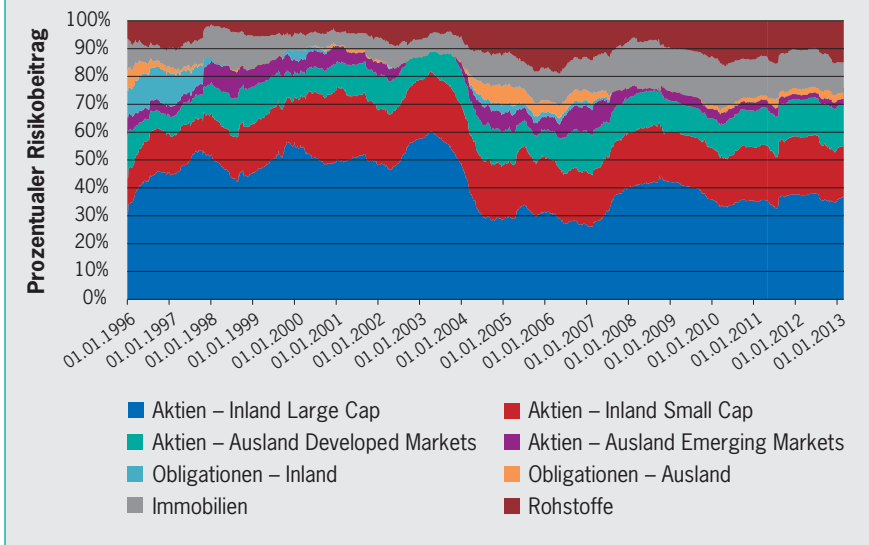
KAPITALANLAGEN

Grafik 2 zeigt die Entwicklung der Risikobeiträge der einzelnen Anlageklassen im Portfolio desselben institutionellen Anlegers, wobei in diesem Fall ein risikobasiertes Rebalancing zur Anwendung kommt. Es ist deutlich zu erkennen, dass das Risikoprofil des Portfolios im Zeitverlauf wesentlich stabiler bleibt, als dies beim traditionellen Rebalancing in Grafik 1 der Fall ist. ■

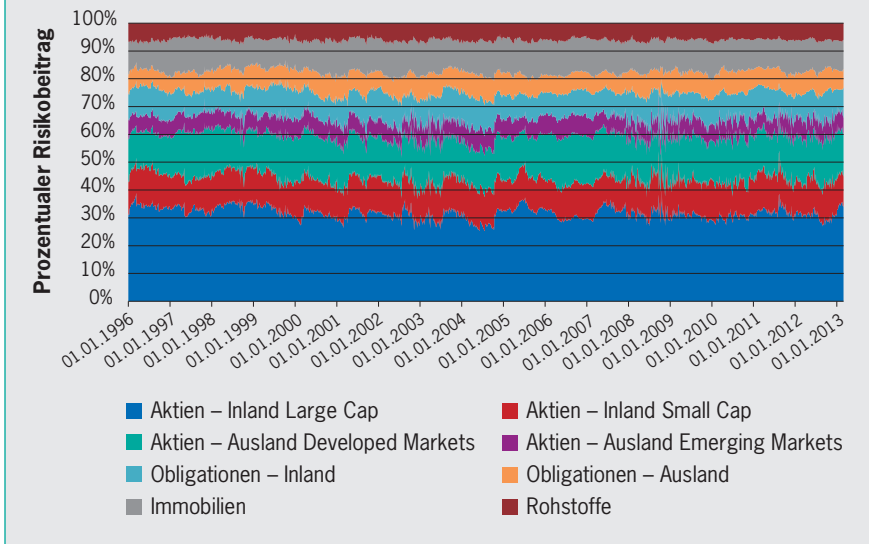
Hinweis

Die Juniausgabe der «Schweizer Personalvorsorge» widmet sich dem Thema «Risikosteuern».

Grafik 1: SAA-Benchmark



Grafik 2: Risikobasiertes Rebalancing



Die Autoren haben das risikobasierte Rebalancing in einer Forschungsarbeit¹ untersucht. Sie kommen zum Schluss, dass dieser neue Ansatz eine effiziente Methodik darstellt, um das gewünschte Risikoprofil eines institutionellen Anlegers langfristig erfolgreich zu implementieren.

¹ Kohler, A., & Wittig, H. (in press). Rethinking Portfolio Rebalancing: Introducing Risk Contribution Rebalancing as an Alternative Approach to Traditional Value-Based Rebalancing Strategies. The Journal of Portfolio Management.

Rebalancement basé sur la pondération du risque

Piloter le risque du portefeuille

Lors d'un rééquilibrage classique du portefeuille, on tient généralement compte de la pondération des différentes classes d'actifs, mais non de leur contribution individuelle au risque. Avec un rebalancement basé sur la pondération du risque, on obtient un profil de risque du portefeuille nettement plus stable sur la durée.

Un investisseur institutionnel procède à une allocation stratégique d'actifs tels que les actions ou les obligations. Comme la rentabilité des différentes classes d'actifs varie au fil du temps, l'allocation effective du portefeuille s'éloigne tôt ou tard de l'allocation d'actifs stratégique (AAS) initiale. Le rebalancement consiste alors à changer la composition du portefeuille pour rétablir cette AAS d'origine. Ce rééquilibrage joue donc un rôle crucial dans un processus de placement structuré.

Rebalancement traditionnel au moyen de pondérations relatives

La règle consiste à définir des marges tactiques supérieures et inférieures autour de la pondération stratégique des classes d'actifs. Un investisseur peut décider par exemple que la pondération stratégique de la classe d'actifs des actions sera de 25%, avec une marge tactique de 20 à 30%. Si la part des actions dans le portefeuille tombe en dessous de 20% ou dépasse 30%, cela déclenchera un rééquilibrage. La pondération relative de la classe d'actifs des actions est alors ramenée à la valeur-cible stratégique de 25% par re-composition du portefeuille.

Non prise en compte du profil de risque

Il est facile de surveiller les pondérations relatives des différentes classes d'actifs et de rééquilibrer en conséquence, d'où la grande popularité de cette méthode dans la pratique.

L'ennui, c'est qu'avec cette approche traditionnelle, on ne tient pas compte de la contribution spécifique de chaque classe d'actifs au risque global, en conséquence de quoi le profil de risque d'un portefeuille

va changer complètement avec le temps, bien que les pondérations relatives de chaque classe d'actifs se situent dans les marges tactiques tolérées.

Le graphique 1 (page 68) montre l'évolution des contributions au risque des différentes classes d'actifs dans le portefeuille d'un bailleur de fonds institutionnel typique, étant entendu que l'allocation sous-tendante est toujours parfaitement conforme à son AAS. Bien que la pondération relative soit donc à tout moment constante, la contribution cumulative des actions au risque, qui atteignait à peine 65% au début, va monter à plus de 90%. Et suite à cette concentration du risque, le profil de risque effectif du portefeuille sera très différent de la stratégie de placement initiale.

Une esquisse de solution: rééquilibrage basé sur la pondération du risque

Le rebalancement basé sur la pondération du risque est une nouvelle approche qui permet d'exclure le danger d'une concentration involontaire des risques dans le portefeuille comme décrit plus haut. Contrairement à l'approche traditionnelle, le rééquilibrage basé sur la pondération du risque fait appel à des marges tactiques qui ne se définissent pas autour de la pondération stratégique des classes d'actifs, mais autour de leur contribution au risque. Autrement dit, le rééquilibrage intervient lorsque la contribution au risque d'une classe d'actifs ne colle plus avec la marge tactique définie ou que le profil de risque du portefeuille s'éloigne trop du profil de risque stratégique.

Le graphique 2 (page 68) montre l'évolution des contributions au risque des différentes classes d'actifs dans le porte-

En bref

- > Les risques des classes d'actifs varient – attention aux contributions au risque
- > Le rebalancement classique tient uniquement compte de la pondération des classes d'actifs
- > Le rebalancement basé sur la pondération du risque permet d'influencer directement les contributions au risque

feuille du même investisseur institutionnel, mais cette fois avec application d'un rebalancement basé sur la pondération du risque. On voit très clairement que le profil de risque du portefeuille reste nettement plus stable sur une période prolongée que lorsqu'on pratique le rééquilibrage traditionnel tel que représenté dans le graphique 1 (page 68). ■

Alexander Kohler Hagen Wittig

Les auteurs ont étudié le rebalancement basé sur la pondération du risque dans le cadre d'un travail scientifique.¹ Ils ont abouti à la conclusion que cette nouvelle approche offrait un moyen efficace d'implémenter le profil de risque souhaité d'un investisseur de manière durable.

¹ Kohler, A., & Wittig, H. (in press). Rethinking Portfolio Rebalancing: Introducing Risk Contribution Rebalancing as an Alternative Approach to Traditional Value-Based Rebalancing Strategies. The Journal of Portfolio Management.

Remarque

Le numéro de juin de «Prévoyance Professionnelle Suisse» aura «le pilotage des risques» pour thème.