

SIGLO Timeout Nr. 32 Die Magie des Rebalancings

Summary

Die Binsenwahrheit BLASH - Buy Low And Sell High - wirkt als Anlagetipp so banal, dass ihr kaum Aufmerksamkeit geschenkt wird. Man vergisst dabei leicht, dass die Umsetzung dieser Empfehlung auch ohne hellseherische Fähigkeiten gar nicht so schwierig wäre, wenn man sich an relativ simple Rebalancing Regeln hält. Denn diese bewirken auf einfache Weise, dass man Anlagen kauft, die in letzter Zeit an Wert verloren haben und hingegen solche verkauft, die gewonnen haben. Anhand einfacher Beispiele und Argumente versuchen wir in diesem Timeout die Schönheit eines simplen Rebalancings im Grundsatz zu skizzieren.

Einleitung

Im letzten Timeout haben wir uns mit Risiko (-Faktoren) von Aktienanlagen beschäftigt, welche zwar Anlagerenditen erklären können aber in der Praxis schwierig und oft nur teuer zu replizieren sind. In diesem Timeout machen wir das Gegenteil; Wir befassen uns mit dem in der Praxis leicht umsetzbaren und oft unbewusst bereits implementierten, aber schwer zu modellierenden und daher meist vernachlässigten Rebalancing.

Einige Autoren betonen mit spitzer Feder, dass sich die Anlageindustrie zu stark auf Identifikation erklärender Renditefaktoren konzentriert und andere Ideen unterschlägt. Man fühlt sich mit komplexen Regressionen zur Prüfung unzähliger Renditetreiber offenbar immernoch pudelwohl. Bekannte Risiken solcher Tests, die zwar komplizierte Namen haben aber auch für Laien leicht nachvollziehbar sind, gehen vielfach vergessen oder werden bewusst ignoriert. Beispiele sind Multikollinearität oder Overfitting (d.h. viele Faktoren, die positiv miteinander korrelieren, beschreiben gleiche Phänomene, womit die Regression nicht interpretierbar ist aber der Erklärungsgehalt dank zahlreichen Faktoren hoch ausfällt, obwohl Kausalitäten fehlen.)

Ein Element, das Renditen von Anlagen bzw. Anlageportfolios erklären könnte, aber sich kaum in einen simplen Faktor verpacken lässt, ist das Rebalancing. Dabei geht es uns hier nicht um die Ausarbeitung präziser Algorithmen oder Regeln, sondern nur um die Darstellung dieser vielseitig einsetzbaren Idee, die in der Praxis ausser bei Buy-and-Hold Ansätzen sowieso unumgebar ist.

Die Idee des Rebalancings

Die Grundidee des Rebalancings ist bekannt und sehr einfach. Es geht darum, entweder periodisch oder nach gewissen Preisbewegungen wieder die "alte", (in der Regel) strategische Allokation von Anlagen in einem Portfolio herzustellen. Man kauft folglich die Positionen, die durch die Preisbewegungen an Wert und damit an Allokation im Portfolio verloren haben und verkauft diejenigen, die gewonnen haben. Dies impliziert, dass wir mit Rebalancing stets Teile des Gewinns auf bisher gut rentierenden Anlagen realisieren und gleichzeitig auf eine künftige Erholung der Verlierer setzen. Mit anderen Worten unterstellen wir eine Mean-Reversion in den Preisbewegungen von Anlagen. Dabei spielt es vorerst keine Rolle, ob diese auf Ebene der Anlageklassen wie Aktien und Anleihen erfolgen, oder auf Ebene einzelner Titel.

Um die Funktionsweise und die Wirkung des Rebalancings noch plastischer darzustellen, bedienen wir uns am Beispiel im Paper von Bouchev et al (2012) und spielen gedanklich eines der ältesten Spiele der Welt mit zwei verschiedenen Strategien durch.

Münzen werfen

Beim ungezinkten Münzenwerfen hat der Spieler vor jedem Wurf die Wahl zwischen Kopf oder Zahl. Gewinnt er, verdoppelt er seinen Einsatz, bei Verlust halbiert sich sein Vermögen. Die Gewinnchancen sind immer 50-50 und jeder Wurf ist unabhängig, sprich unkorreliert mit allen bisherigen Würfen. Wir spielen nun 12 Runden Münzenwerfen, und wenden zwei verschiedene Strategien an, die sich nur im Spieleinsatz unterscheiden.

Abbildung 1: Münzwurf mit vollem Einsatz

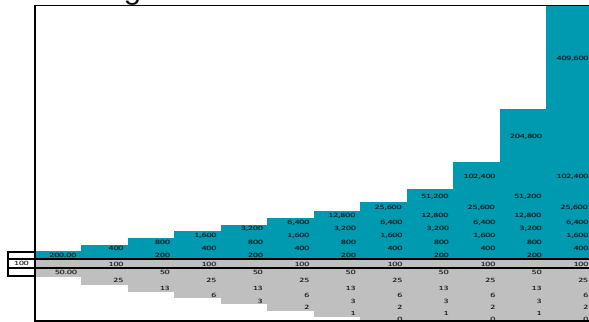
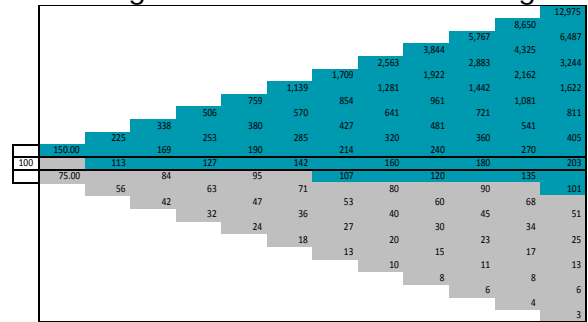


Abbildung 2: Münzwurf mit Rebalancing



Strategie 1 setzt in jeder Runde den vollen zur Verfügung stehenden Betrag. Abbildung 1 zeigt die Vermögensentwicklung, wenn mit 100 CHF gestartet wird. Strategie 2 setzt in jeder Runde jeweils nur die Hälfte des verfügbaren Kapitals und impliziert so simples Rebalancing. Abbildung 2 unterstreicht die interessanten Ergebnisse einer Rebalancing-Strategie. Grüne Felder signalisieren dabei einen Gewinn und graue keinen Gewinn.

Praktische Anwendung

Risiko-Liebende oder -Neutrale werden mit vollem Einsatz spielen, um möglichst viel Gewinn zu erzielen. Risikoaverse Spieler sollten jedoch auf Rebalancing setzen. Die Erfahrung lehrt uns, dass die meisten institutionellen Investoren in die letzte Gruppe gehören, weshalb für Sie ein geschicktes Rebalancing durchaus attraktiv sein müsste.

- Mit Rebalancing entstehen mehr grüne Felder. Die Gewinnchancen über 12 Runden liegen bei 57%, während man bei vollem Einsatz nur gerade auf 46% der Felder Geld gewinnen würde.
- Der erwartete Gewinn bei Voll-Einsatz ist 0. Mit der Rebalancing Strategie bei genügend hoher Anzahl ungezinkter Runden sind es 6%. Die Formel lautet: $0.5 \cdot \ln(1+0.5) + 0.5 \cdot \ln(1-0.25) = 0.059$. Die schwarzen Balken untermalen das.
- Fazit: Man tauscht das Potenzial der exponentiellen Gewinnentwicklung (dh Zinseszinsseffekt) mit Volleinsatz gegen höhere Gewinnchancen und geringere Verlustrisiken des Rebalancings. Der max. Gewinn liegt mit Rebalancing nur bei 13'000, derjenige mit Voll-Einsatz bei 400'000. Auch durchschnittliche Erträge aller Gewinnfelder sind mit Rebalancing tiefer als bei Voll-Einsatz.

In der Theorie wird dies ja bereits auf Ebene der ALM bzw. der Anlagestrategie und in den einzelnen Anlageklassen seit Jahren von PKs in Form strategischer Bandbreiten um einzelne Allokationen herum angewandt. Für uns bemerkenswert erscheinen jedoch zwei Beobachtungen. Erstens werden die Bandbreiten in der Praxis oft nicht voll ausgenutzt und zweitens stossen sie auf der Ebene der einzelnen Titel nur auf geringes Interesse.

Rebalancing auf Ebene Anlageklassen

Gerade das Rebalancing zwischen Anlageklassen wirkt für uns attraktiv, da sich einige aufgrund ihrer Natur besonders eignen. Die Bewertung von Insurance Linked Strategies (ILS) hängt z.B. stark von den erzielbaren Prämien in der Versicherungsindustrie für die Übernahme von Risiken ab. Es besteht zweifelsfrei ein sehr starker Zusammenhang zwischen dem Auftritt von Ereignissen und den im Nachgang dazu beobachtbaren Prämien. Der Costa Concordia Untergang liess z.B die Prämien für gewisse Marine-Risiken sofort um mehr als 50% ansteigen. Entsprechend drängten sich damals im Anschluss rasche Nachkäufe der Risiken auf.

Neben den bekannten Risikofaktoren aus dem letzten Timeout könnte also auch ein Rebalancing aller Titel oder Anlageklassen im Portfolio einen Teil der erzielten Rendite bzw. des Alphas erklären. Und dies sogar ohne Faktormodelle. Natürlich drängt sich jetzt die Frage auf, was das Ganze mit Anlagen zu tun hat. Der Rat kann ja nicht darin liegen, vermehrt auf Glücksspiele zu setzen oder die Entscheide von Münzwürfen abhängig zu machen.

Wasser auf die Mühlen des Rebalancings liefern zudem die Theorien von Litterman, wonach Preise von Anlageklassen an den Finanzmärkten laufend mehr oder weniger stark um einen fairen Wert schwanken. Wir

wissen zwar nicht genau, wo dieser faire Wert liegt, können aber sicher sein, dass wir mit simplen Rebalancing Regeln wenigstens nicht immer auf dem Höhepunkt kaufen und in der Talsohle verkaufen. Ein klassisches Beispiel dafür sind die Risikoprämien in den Kreditanlagen wie Loans, EM Debt oder High Yield, die typischerweise einem Zyklus folgen und anhand ihrer Renditen auf Verfall stets Auskunft über ihre Attraktivität geben.

Rebalancing auf Titelebene

Der zentrale Punkt des Rebalancings liegt auch auf Titelebene darin, dass man damit von Preis-Volatilität einer Anlage bzw. deren Eigenschaft zur Mean Reversion profitieren kann. Bei einzelnen Aktien sprechen wir oft vom weissen Rauschen ("Noise") in Preisen, das zufällig auftritt, aber keine Information reflektiert. Daher lässt sich theoretisch auch ein Gewinn erwirtschaften, wenn man zwei unkorrelierte aber volatile Aktien mit je einer erwarteten Rendite von 0% hält und diese stets rebalanciert (solange keine Pleite geht).

EMH Gläubige werden nun wohl abstreiten, dass solche Einflüsse existieren, da gemäss Samuelsson (1965) und Malkiel (1973) nur neue Informationen die Preise beeinflussen und diese logischerweise stets unerwartet auftreten (ansonsten wären sie ja nicht neu), womit es keine Mean Reversion, sondern nur den alten Random Walk geben kann. Fairerweise sei erwähnt, dass es damals noch keine High Frequency Trader gab und man Ideen wie die "Irrational Excuberance" oder Behavioral Finance nicht kannte.

Empirische Ergebnisse diverser praktischer und akademischer Analysen untermauern den Mehrwert von Rebalancing Strategien gegenüber Buy-and-Hold auf Titelebene und berichten von signifikanten Überrenditen.

Wie im letzten Timeout erwähnt, spielen die Transaktionskosten aber eine wichtige Rolle. Nach unserer Kritik an der mangelhaften und teuren Handelbarkeit von Risikofaktoren wäre es natürlich unfair, wenn wir uns beim Thema Rebalancing zum gleichen Vorwurf nicht äussern würden. Ja, natürlich generiert ein Rebalancing höhere Transaktionskosten. Wichtig erscheint uns daher, dass man das Rebalancing nicht zu häufig durchführt und möglichst kostengünstig umsetzt. Ebenso zentral ist die Frage, ob man sich an Zeit-horizonten oder an bestimmten Preisabweichungen von strategischen Zielgrössen orientieren möchte. Wir glauben ans Zweitgenannte, weil man damit direkter an die Quelle der Rendite kommt, nämlich von der Mean Reversion zu profitieren, in welchen Frequenzen auch immer diese eintritt.

Konklusion

So paradox es für den Statistiker klingen mag; wir sollten in Zukunft das Alpha nicht nur in den Regressionen der Faktormodelle suchen sondern auch im Rebalancing der Anlageklassen und Titel in einem Portfolio. Insbesondere auf Ebene bestimmter Anlageklassen mit einer ökonomisch begründbaren Mean Reversion Eigenschaft, wie ILS oder Kreditanlagen, drängt sich ein einfacher und kostegünstiger Rebalancing Ansatz auf.

SIGLO Capital Advisors AG

berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,

liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,

bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

