

Multi-Asset-Multi-Factor-Strategien - eine neue Perspektive der Asset Allokation

von Stephen Quance und Georg Elsässer, Invesco Office of Factor Investing

Factor Investing Academy

Einführung und Überblick

Aktien

Anleihen

Single Factor, Multiple und Multi Factor

>> Multi Asset, Multi Factor

Faktoren und Nachhaltigkeit

Faktoren praktisch implementieren

Faktoren und ETFs

Faktoren Portfolio Analyse

Research - ein wichtiger Baustein beim Factor Investing

Seit vielen Jahren achten Investoren, die die Risiko- und Ertragsfaktoren ihrer Multi-Asset-Portfolios steuern wollen, auf klassische Marktrisiken wie das Aktien-, das Durations- und das Kreditrisiko („Marktfaktoren“). Dieser Rahmen lässt sich jedoch erweitern, indem man eine Anlage aus Faktorsicht betrachtet und Investmentfaktoren wie Carry, Value, Momentum und Quality („Stilfaktoren“) berücksichtigt.

Im fünften Artikel unserer Factor Investing Academy zeigen wir, wie Investoren mit einem Faktoransatz ihre Asset-Allokation verbessern können.

In vorherigen Artikeln dieser Reihe haben wir gezeigt, wie sich Factor Investing als dritte Säule des Investierens neben klassischen Alphastrategien und Kapitalisierungsgewichteten passiven Ansätzen etabliert hat. Factor Investing beruht auf einer langen wissenschaftlichen Historie. Sowohl Wissenschaftler als auch Praktiker haben sich dabei lange auf Aktien konzentriert. Erst in letzter Zeit werden Faktoren auch gezielt für Anleihestrategien genutzt. Zudem sind wir bei Invesco der Überzeugung, dass das Grundkonzept von Investmentfaktoren anlageklassenübergreifend anwendbar ist. Beispielsweise lässt sich der Momentum Faktor nicht nur bei Aktien beobachten, sondern auch bei Rohstoffen, Anleihen und Währungen. Umso sinnvoller ist es, Factor Investing in einem Multi-Asset-Konzept gezielt auf unterschiedliche Anlageklassen anzuwenden. Damit betrachten wir die Asset-Allokation aus einer anderen, neuen Perspektive.

Ein solcher Ansatz kann theoretisch beliebig viele Faktoren und Anlageklassen berücksichtigen. Allerdings wird die Portfolio-Konstruktion mit zunehmender Zahl der Faktoren und Anlageklassen komplexer, und eine Optimierung wird mit mehr Variablen schwieriger. Wie wir in früheren Beiträgen gezeigt haben, müssen wir sehr sorgfältig vorgehen, um ausschließlich verlässliche und voneinander hinreichend verschiedene Faktoren einzubeziehen. Aggregierte Faktorenanalysen sollen mögliche Schwächen beheben, doch es bleibt eine Herausforderung, im Multi-Asset-Kontext geeignete Faktoren zu entwickeln und einzusetzen. Nimmt man eine reine Faktorsicht ein, ist es naheliegend, anlageklassenübergreifend für den gleichen Faktor, beispielsweise Momentum, zu aggregieren - statt unterschiedliche Faktoren für ein- und dieselbe Anlageklasse zusammenzufassen. Statt ein Multi-Factor-Portfolio als eine Kombination aus Aktien, Anleihen, Rohstoffen und anderen Anlageklassen anzusehen, kann man einen Faktoransatz nutzen, der nach Momentum, Value, Carry und anderen Faktoren unterscheidet. Der aggregierte Momentum-Faktor würde also auf dem Momentum von Aktien, Rohstoffen, Zinsen und Währungen (und weiteren Anlageklassen) basieren. Das Gleiche gilt für aggregierte Carry-, Value- oder Quality-Faktoren.

Ein solcher Faktoransatz sorgt für eine andere Perspektive im Multi-Asset-Kontext und kann die Portfoliodiversifikation verbessern.

Diversifizierte Risikoparität

Marktrisiko- und Stilfaktorprämien lassen sich mit einer diversifizierten Portfolioallokation ausgewogen und effektiv nutzen. Risikobasierte Asset-Allokationen, die auch als Risikoparitätsansätze bezeichnet werden, sind im Multi-Asset-Bereich nicht ungewöhnlich. Ziel ist es, ein diversifiziertes Multi-Asset-Portfolio zusammenzustellen, in dem jede Anlageklasse einen gleich großen Anteil am Portfolio-Gesamtrisiko hat. Dadurch soll der Ertrag nicht allein von einer oder wenigen Portfolio-Komponenten abhängen. Den gleichen Ansatz kann man auch auf Faktoren anwenden: Eine diversifizierte Risikoparitätsstrategie (DRP-Strategie) bestehend aus Faktoren würde den einzelnen Anlageklassen- und Stilfaktoren gleich große Risikobudgets zuordnen - und zwar derart, dass jeder aggregierte Assetklassen- und Stilfaktor den gleichen Anteil am Gesamtrisiko hat (Abbildung 1).

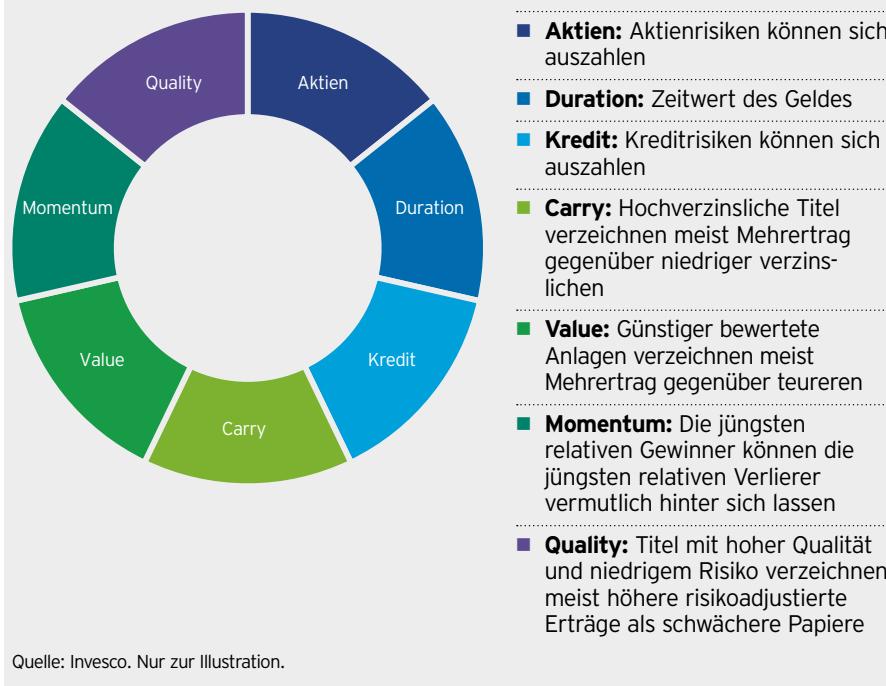
Marktrisiko- und Stilfaktorprämien lassen sich mit einer diversifizierten Portfolioallokation ausgewogen und effektiv nutzen.

Angesichts dieser einfachen Struktur, bei der beispielsweise alle anlageklassen-spezifischen Momentum-Faktoren zu einem „Momentum“ zusammengefasst werden, kann das DRP-Konzept mit komplexen Portfolios aus vielen Anlageklassen und Faktoren umgesetzt werden, ohne dass diese noch wesentlich komplexer werden.

Risikoparität mit Faktoren - ausgewogen und effektiv

Abbildung 1

Diversifizierte Risikoparität: Bausteine und stilisierte Risikoallokation



Quelle: Invesco. Nur zur Illustration.

Um die Eigenschaften der Strategie zu verdeutlichen, zeigt Abbildung 2 die Gewichte und die Risikoallokation einer DRP-Strategie mit den üblichen Anlage-restrktionen wie „Long-only“ und „Voll-investition“.

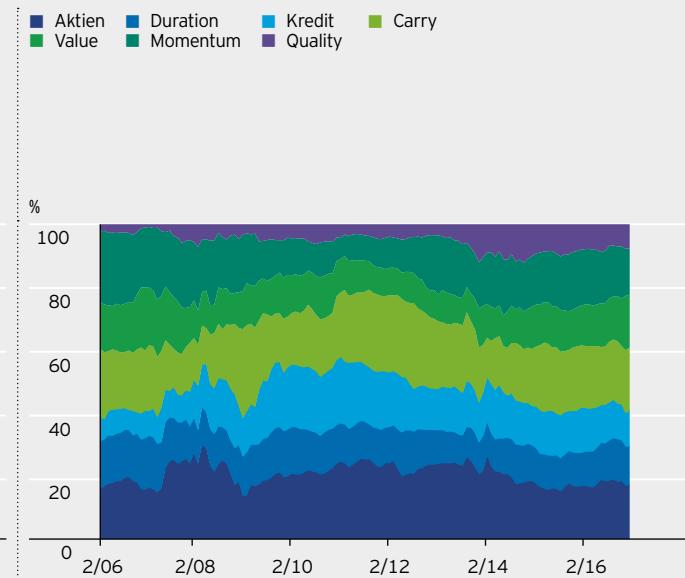
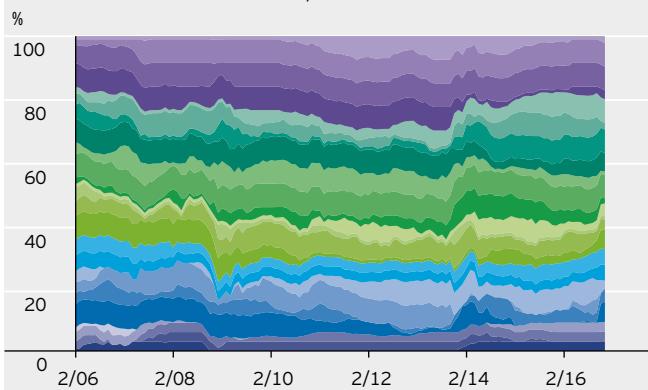
Obwohl die diversifizierte Risikoparität die Veränderungen der Marktdynamik berücksichtigt, vermeidet die Faktor-allocations eine zu starke Reaktion auf die Marktentwicklung. Investoren erhalten also ausgewogene und stabile Exposures.

Obwohl die diversifizierte Risikoparität die Veränderungen der Marktdynamik berücksichtigt, vermeidet die Faktorallocations eine zu starke Reaktion auf die Marktentwicklung.

Abbildung 2

Diversifizierte Risikoparität: Gewichte und Risikoallokation

S&P 500	EuroSTOXX 50	FTSE 100
MSCI EM	Nikkei 225	10-J. US-Treas.
Bundesanleihen	Staatsanl. Japan	Gilts
IG-Credits*	High-Yield-Credits	Währungs-Carry
Rohstoff-Carry	Zins-Carry	Rohstoff-Curve
Währungs-Value	Aktien-Value	Zins-Value
Währungs-Momentum	Aktien-Momentum	Rohstoff-Momentum
Zins-Momentum	Währungs-Quality	Rohstoff-Quality
Aktien-Defensive	Zins-Quality	Aktien-Quality

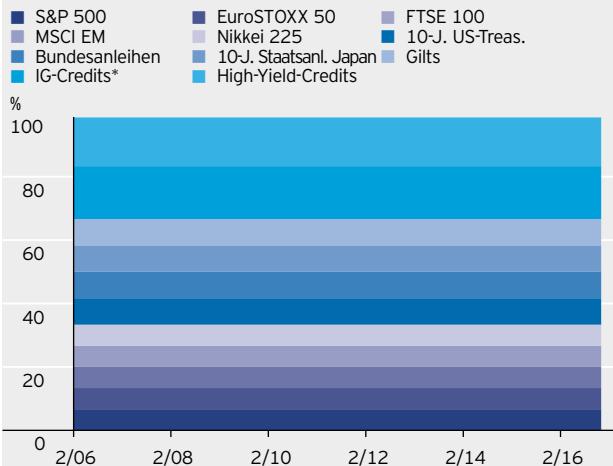


Quellen: Bloomberg, Invesco, Goldman Sachs. Zeitraum: 31. Januar 2006 bis 31. Dezember 2016. *IG-Credits = Investment-Grade-Credits. Die linke Abbildung zeigt die Faktor- und Asset-Allokation eines diversifizierten Risikoparitätsportfolios. Die rechte Abbildung zerlegt die systematische Volatilität in die relevanten Markt- und Stilfaktoren. Nur zur Illustration.

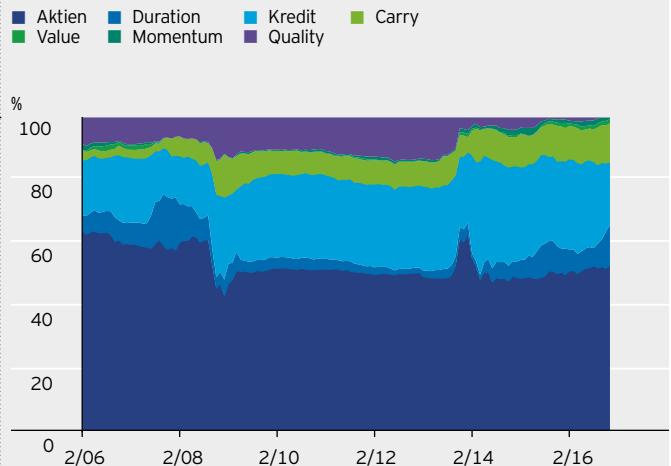
Multi-Asset-Multi-Factor - das Rendite-Risiko-Verhältnis optimieren

Abbildung 3
Traditionelle Asset-Allokation aus Faktoperspektive

Aufteilung des Portfolios in Assetklassen



Aufteilung der Portfoliovolatilität



Quellen: Bloomberg, Invesco, Goldman Sachs. Zeitraum: 31. Januar 2006 bis 31. Dezember 2016. *IG-Credits = Investment-Grade-Credits. Die linke Abbildung zeigt die Faktor- und Asset-Allokation der strategischen Asset-Allokation. Die rechte Abbildung zerlegt die Volatilität dieser Allokation in die relevanten Markt- und Stilfaktoren. Nur zur Illustration.

Management von Markt- und Stilfaktoren

Ungeachtet der wachsenden Relevanz von Stilfaktoren setzt die Asset-Allokation meist auf traditionelle Anlageklassen. Allerdings sind immer auch implizite Faktor-Exposures vorhanden, selbst wenn diese Stilfaktoren nicht explizit gesteuert werden. Erkenntnisse aus dem Faktor Research belegen, dass die tatsächlichen Erträge großteils durch diese Faktor-Exposures erklärt werden. Insofern wäre es unserer Meinung nach sinnvoll, diese Exposures gezielt zu steuern. Aktives Management von Stilfaktoren kann beim Risiko- und Portfoliomanagement eines Multi-Asset-Ansatzes sehr hilfreich sein. Auf diese Weise können sich ungewollte Faktorrisiken

vermeiden lassen. Im besten Fall lässt sich das Risikoprofil über Markt- und Stilfaktoren optimieren, um deren Asset- und Faktorprämien optimal zu vereinnahmen.

Traditionelle Asset-Allokation aus der Faktoperspektive

Um die Bedeutung von Stilfaktoren zu verdeutlichen, haben wir ein klassisches Multi-Asset-Portfolio auf seine Markt- und Stilfaktor-Exposures hin untersucht. Dabei gehen wir von einem Investor aus, dessen strategische Asset-Allokation zu je einem Drittel aus internationalen Aktien, internationalen Staatsanleihen und Unternehmensanleihen besteht. Wir können die systematische Portfoliovolatilität dieser strategischen Asset-Allokation zerlegen (Abbildung 3).

Es ergibt sich, dass etwa die Hälfte der Portfoliovolatilität auf das Aktienrisiko entfällt. Aber auch der Anteil des Kreditrisikos ist hoch, im Unterschied zum Durationsrisiko, das nur einen sehr geringen Anteil am Gesamtrisiko ausmacht. Zudem ergibt sich ein auffälliges implizites Exposure zu den Faktoren Carry und Quality. Dies deutet darauf hin, dass sich Diversifikation und Risikoallokation weiter verbessern lassen können.

Aktives Management von Stilfaktoren kann beim Risiko- und Portfoliomanagement eines Multi-Asset-Ansatzes sehr hilfreich sein.

Reine diversifizierte Risikoparität und andere Faktoranwendungen

Um die Portfoliodiversifikation zu maximieren, also das Risiko auf alle Portfolio-komponenten aufzuteilen, hat das Invesco Research-Team mögliche Anlageklassen- und Faktorallokationen untersucht. Die Anlagerestriktionen, die die strategische Benchmark-Allokation im vorangegangenen Beispiel bestimmt haben, müssen aufgehoben werden, um eine umsetzbare Allokation zu finden. Damit das gewünschte Risikoprofil erreicht wird, muss die diversifizierte Risikoparitätsallokation zusätzlich gehebelt werden. Man erhält dann eine Risikoallokation mit einem geringeren Aktienrisiko, was zu besserer Performance führen kann. In unserer Analyse wäre der annualisierte Ertrag

In unserer Analyse wäre der annualisierte Ertrag einer reinen DRP-Strategie doppelt so hoch wie der der Benchmark-Strategie.

Faktor-Exposure bei Multi-Asset-Portfolios aktiv steuern

Tabelle 1

Von einem traditionellen Multi-Asset- zu einem Multi-Asset-Multi-Factor-Management

Performance-Kennzahlen	Benchmark	Pures DRP
Ertrag p.a.	4,9%	12,0%
Volatilität p.a.	7,1%	7,1%
Sharpe Ratio	0,56	1,49
Maximum Drawdown	-25,2%	-8,6%
Calmar Ratio	0,19	1,39
Anzahl der Wetten	3,61	6,46
Portfolioumschlag	0,0%	28,3%

Quellen: Bloomberg, Invesco, Goldman Sachs. Zeitraum: 31. Januar 2006 bis 31. Dezember 2016. Die Tabelle enthält simulierte Performancezahlen für zwei Multi-Asset-Multi-Factor-Strategien aus Sicht eines US-Dollar-Investors. **Die simulierte Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Hinweis auf zukünftige Erträge.** Nur zur Illustration.

einer reinen DRP-Strategie doppelt so hoch wie der der Benchmark-Strategie (Tabelle 1). Bei einem Drawdown von -8,6% ist das Verhältnis aus Ertrag und Drawdown bei einer reinen DRP-Strategie mit rund 1,4 sehr attraktiv. Natürlich können die tatsächlichen Ergebnisse davon abweichen und die Umsetzung ist keineswegs trivial. Einiges spricht aber dafür, dass das Konzept ein nützlicher und eigenständiger Ansatz sein könnte, mit dem sich durch Multi-Asset-Strategien Erträge erwirtschaften lassen.

Das Konzept könnte ein nützlicher und eigenständiger Beitrag sein, mit dem sich durch Multi-Asset-Strategien Erträge erwirtschaften lassen.

Fazit

Stilfaktoren sind unseren Erkenntnissen nach wichtige Rendite- und Risikotreiber vieler Anlageklassen. Eine traditionelle Asset-Allokation berücksichtigt Stilfaktoren kaum und könnte davon profitieren, wenn man neben der Asset-Allokation auch das Faktor-Exposure explizit steuerte. Ausgehend von geeigneten Markt- und Stilfaktoren haben wir einen schlüssigen Allokationsmechanismus vorgestellt, der auf dem Konzept der diversifizierten Risikoparität beruht. Am Ende führt eine diversifizierte Risikoparitätsstrategie zu einer Portfoliolösung, die sowohl von besseren Einzelbestandteilen als auch vom technischen Fortschritt der Portfoliokonstruktion profitieren könnte.

Kontakt

Invesco Asset Management Deutschland GmbH

An der Welle 5
60322 Frankfurt am Main
Deutschland

Tel.: +49 (0)69 29 807 0
E-Mail:
vertriebspartner@invesco.com
www.de.invesco.com

Invescos Stärken im Factor Investing

- **Erfahrung:** seit 1983 faktor-basierte Anlagestrategien bei Invesco
- **Differenziertes Angebot:** Aktien-, Anleihen- und Multi-Asset-Faktorstrategien
- **Eigene globale Faktor-Ressourcen und Research:** 11 Niederlassungen weltweit mit über 70 Faktor-spezialisten
- **Größe:** 115 Mrd. US-Dollar in Faktorstrategien

Stand: 31. März 2019

Beitrag verpasst?
Alle bereits erschienenen Beiträge finden Sie unter
www.de.invesco.com/factor



Wichtige Information

Dieser Beitrag richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger und Finanzberater in Deutschland. Eine Weitergabe an Privatkunden ist nicht gestattet. Stand: 30. April 2019, falls nicht anders angegeben. Dieser Beitrag stellt keine Empfehlung dar, in eine bestimmte Anlageklasse, Finanzinstrument oder Strategie, zu investieren. Die hier dargestellten Meinungen sind die der Autoren oder, wenn nicht anders angegeben, die von Invesco, die jederzeit Änderungen unterworfen sein können. Herausgeber dieses Beitrags in Deutschland ist Invesco Asset Management Deutschland GmbH, An der Welle 5, 60322 Frankfurt am Main, Deutschland. Copyright © 2019 Invesco. Alle Rechte vorbehalten. (EMEA3959/2019)