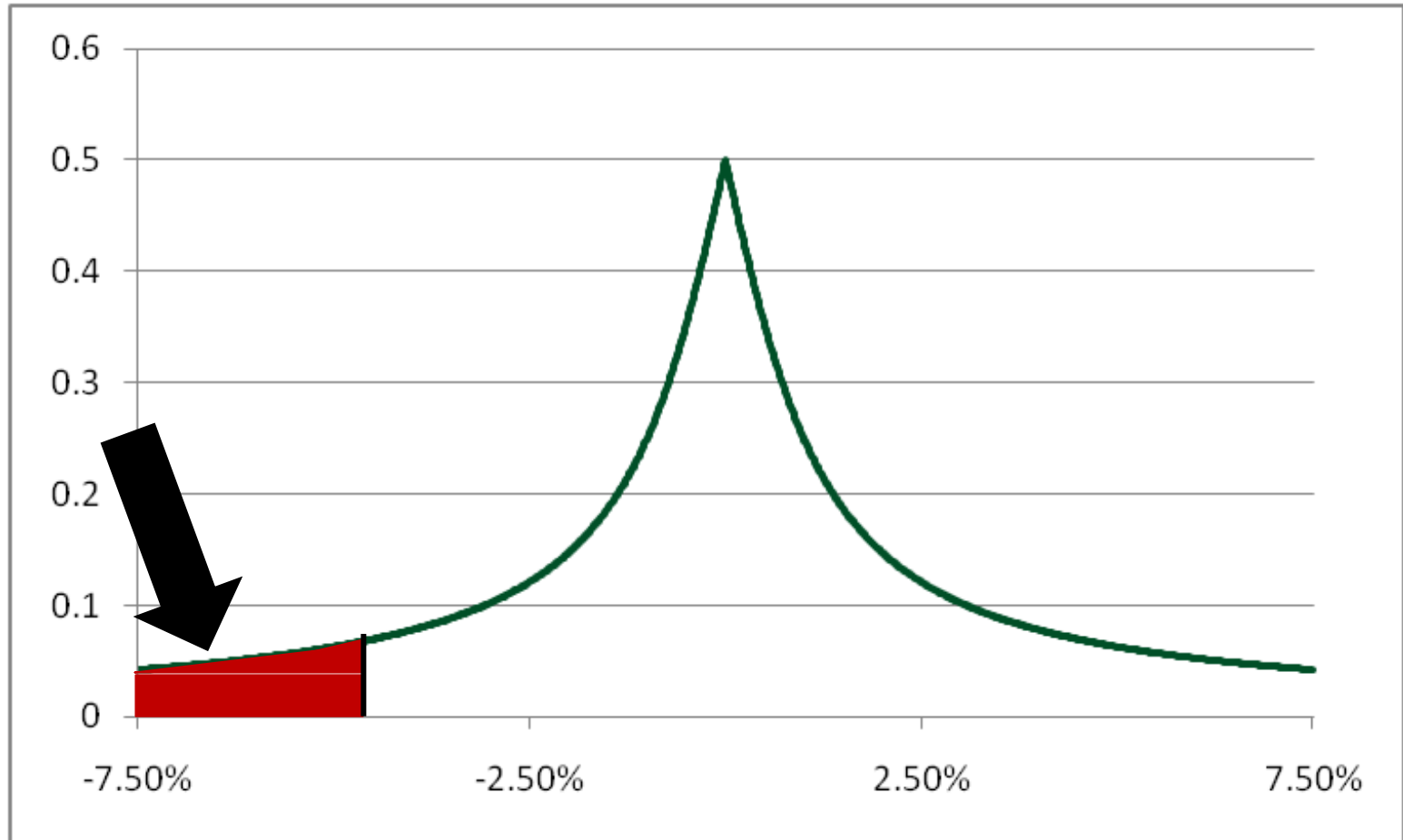


Tail Risk Management aus einer ALM-Perspektive

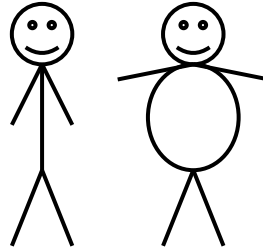
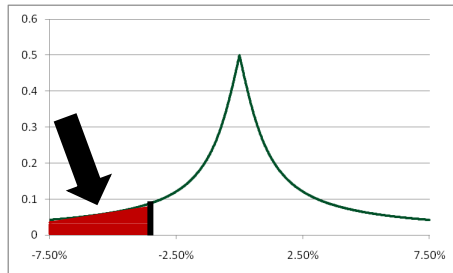
Dr. Ueli Mettler, Partner c-alm AG

16. Juni 2011

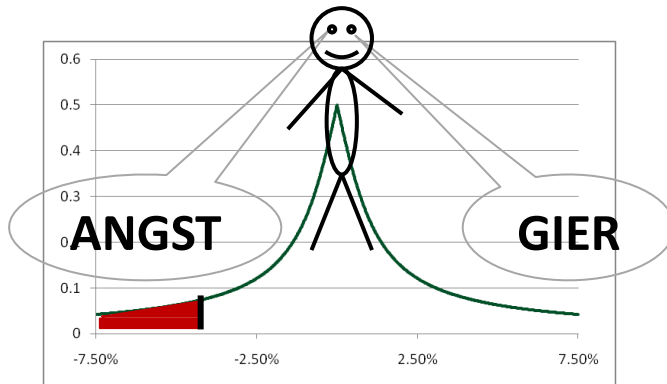




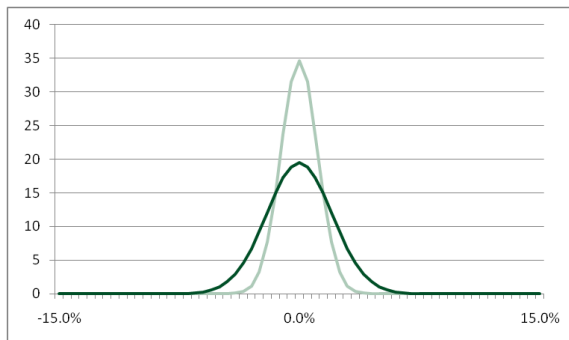
Drei Gründe für eine dynamische Bewirtschaftung des Tail Risk



Zeitvariable Risikofähigkeit
des Investors



Zeitvariable Risikopräferenzen
des Investors



Zeitvariables Risikoverhalten der
globalen Kapitalanlagen

Statisches vs. dynamisches Konzept

Statisches Konzept

Deckungsgrad (DG)



Messgröße



Dynamisches Konzept

Netto-Cash-Flow (nCF)

DG > 100%

VV

VK

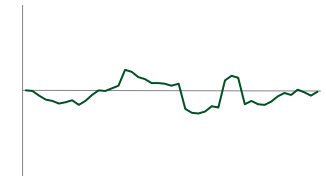


risikofähig



DG = 100%

nCF > 0



DG < 100%

VV

VK

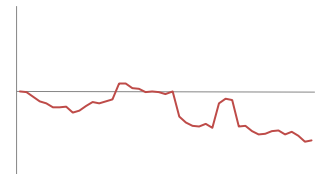


nicht
risikofähig



DG = 100%

nCF < 0



Messkonzept diktiert Handlungsweise

**DG-basiertes statisches
Risikofähigkeitskonzept**

versus

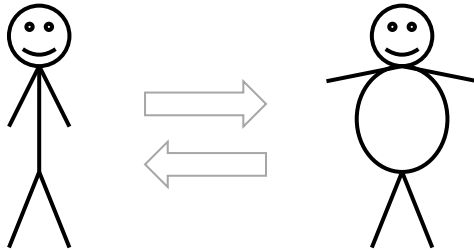
**Strukturbasiertes dynamisches
Risikofähigkeitskonzept**



Prozyklisches
Reallokationsverhalten



„Constant
Proportions“-Ansatz

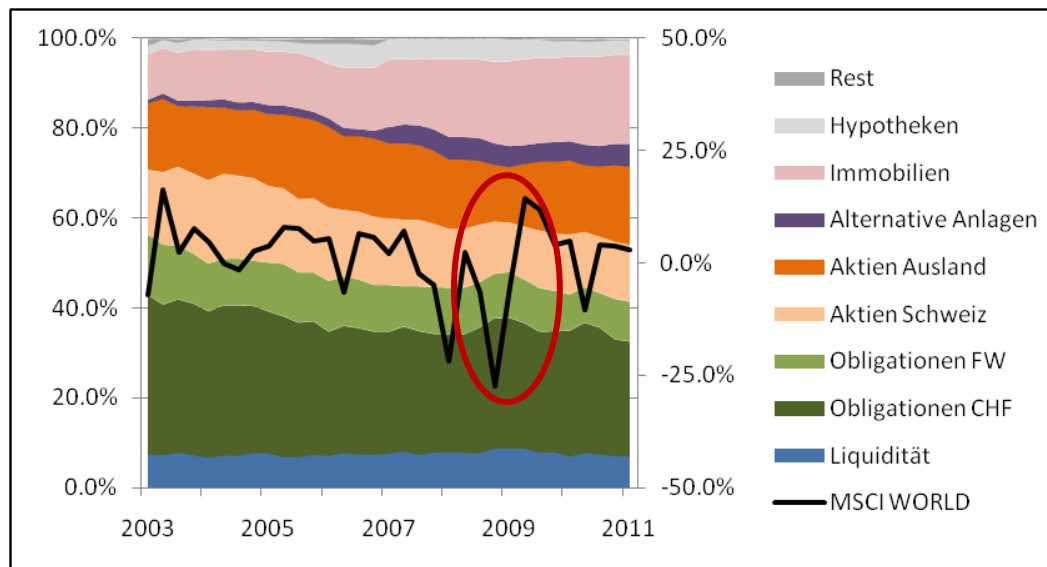


**„GAMBLING FOR
RESURRECTION“-Dilemma**

„Wir brauchen mehr Rendite,
haben aber keine Risikofähigkeit
mehr.“

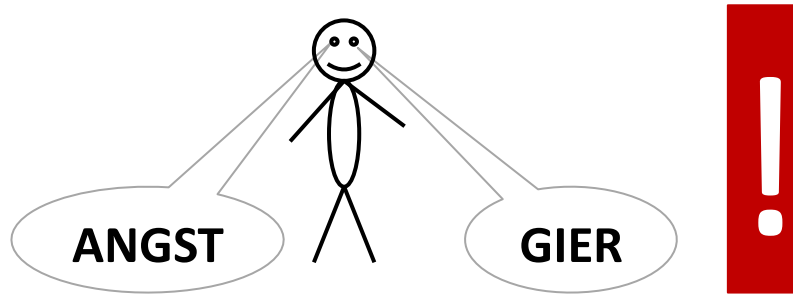
Theorie und Praxis

- Theoretische Grundlage: Behavioural Finance
 - „Herding“
 - „Overconfidence“
- Empirische Validierung anhand Allokationsverlauf gemäss CS Pensionskassen-Index:



- Vorsicht: Alle verfolgen statisches Risikofähigkeitskonzept oder tatsächlich zeitvariable Risikopräferenzen

Es gibt sie ohne Zweifel – nur: was machen wir damit?



- Machen wir uns nichts vor – Risikopräferenzen sind zeitvariabel!
 - **Emotionale Gründe:** Weltuntergangsstimmung im März 2009 – es ist unmöglich, sich dem Marktsentiment zu entziehen.
 - **Rationale Gründe:** Reputations- und Peergroup Risiken werden in Zeiten, in denen der Regulator mit dem Konzept der Organhaftung kokettiert, zu einer relevanten Entscheidungsgrundlage!



Prozyklisches Reallokationsverhalten /
„Buy High, Sell Low“-Steuerung

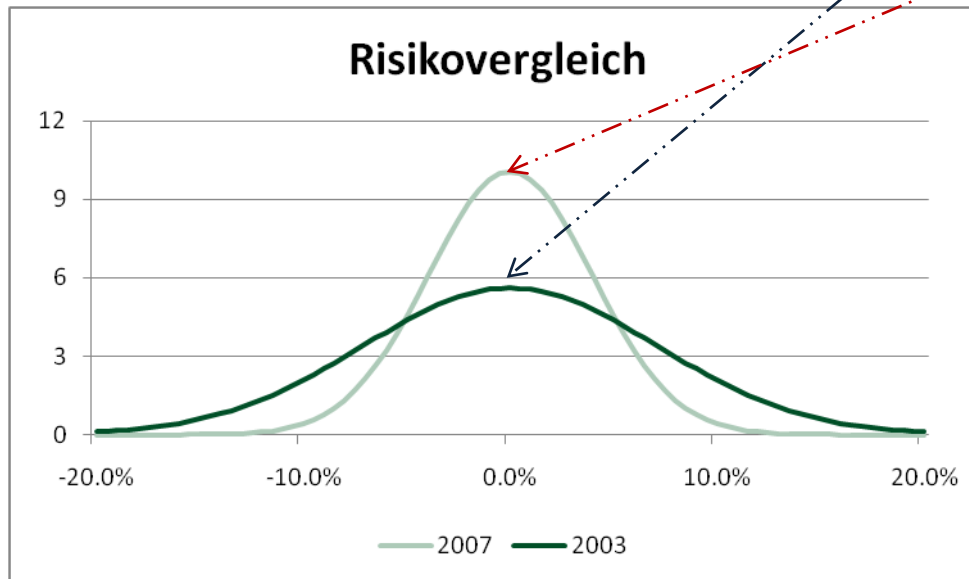
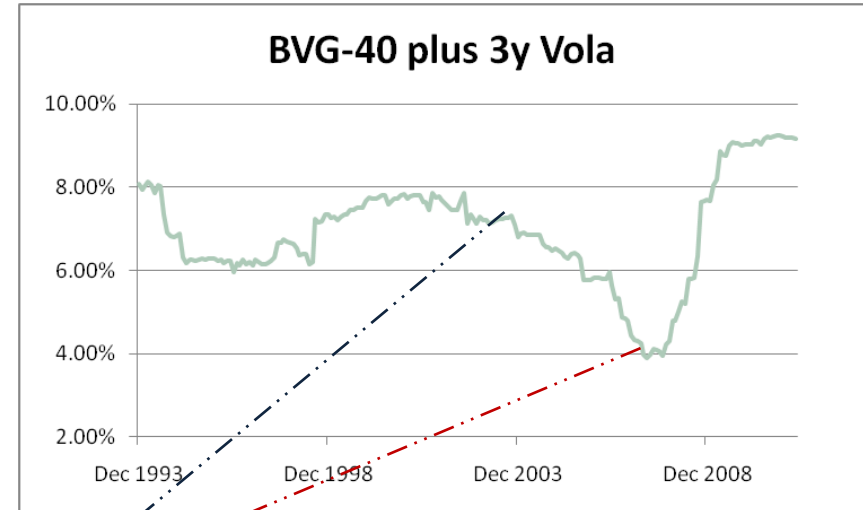
- **Gretchenfrage:** Liegt nun die aus den zeitvariablen Risikopräferenzen resultierende prozyklische Allokationssteuerung auch im Interesse der Destinatäre? Falls nicht, sind in ruhigen Zeiten die anlageorganisatorischen Vorkehrungen zu treffen, dass in den hektischen Zeiten „ruhig Blut“ bewahrt wird.

Die Menge Risiko eines Portfolios ist zeitabhängig

Wahrscheinlichkeit für eine PK,
innert eines Jahres mit DG =
100% unter DG = 90% zu fallen:

06/2007: 0.59%

06/2003: 7.97%

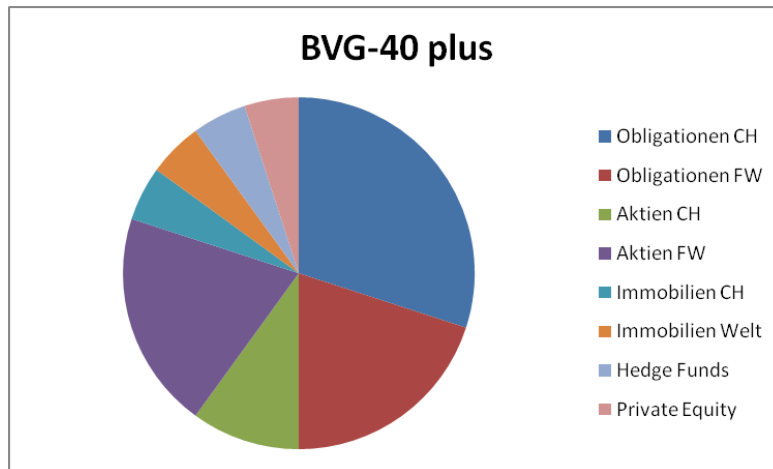


Dynamische Reallokation zur Einhaltung eines konstanten Anlagerisikos

Constant Proportion



Reallokation basierend auf
Risikoeinschätzung



Aktuelle Vola >
Durchschnittsvola*

Aktuelle Vola <
Durchschnittsvola*

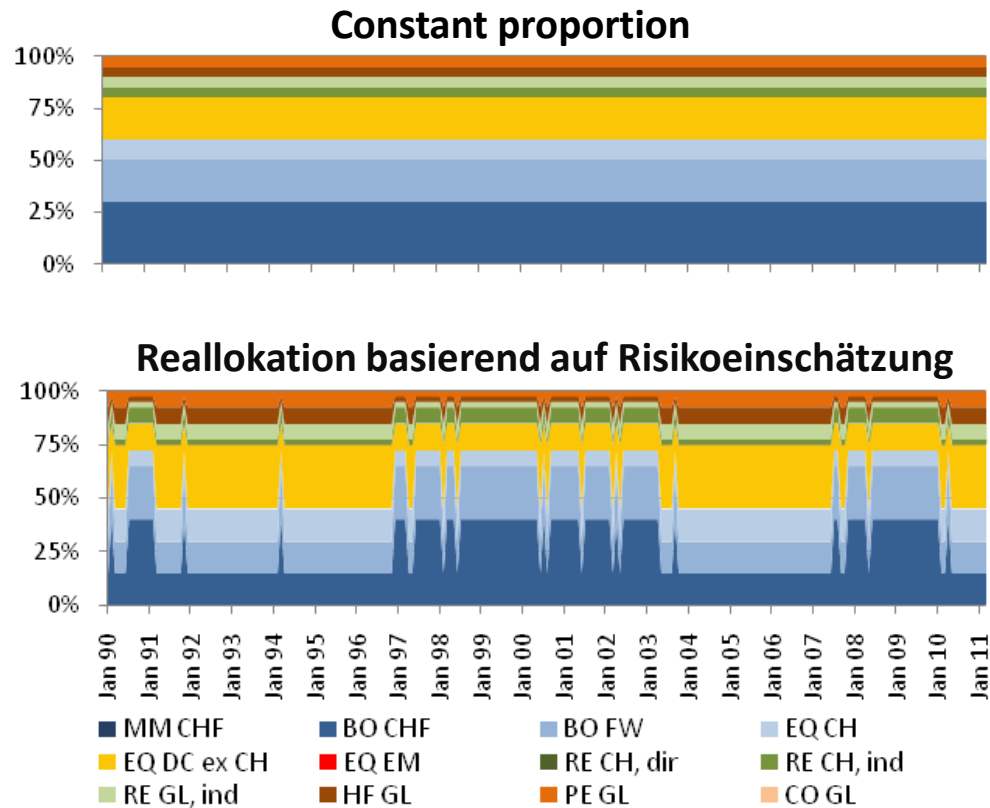
**Weniger Risiko
(BVG-25 plus)**

**Mehr Risiko
(BVG-60 plus)**

- Zeitperiode: 01/1990-03/2011
- Umsetzung: monatlich

* Gemessen an der 1m Implied Vola S&P 500

Allokations- und Risikoeffekte



Verteilungsmomente

	REF	ALT		REF	ALT
Durchschnittsrendite p.a.	7.57%	7.51%	Ø Sachwertanteil	55%	43%
Standardabweichung p.a.	8.22%	6.29%	Ø Aktienanteil	30%	23%
Schiefe	-0.59	-0.29	2-Side Turnover in % p.a.	26%	152%
Kurtosis	3.61	3.07	Kosten in % des AV p.a.	0.026%	0.152%

Zwei Bedingungen für Werthaltigkeit der dynamischen Allokationssteuerung

Notwendige Bedingung:

Zeitvariabilität des Risikoverhaltens



Das Risikoverhalten der Kapitalanlagen ist zeitvariabel. Die Grundlage für eine dynamische Steuerung der Portfolioallokation und des „Tail Risks“ ist damit gegeben.

Hinreichende Bedingung:

Prognostizierbarkeit des Risikoverhaltens

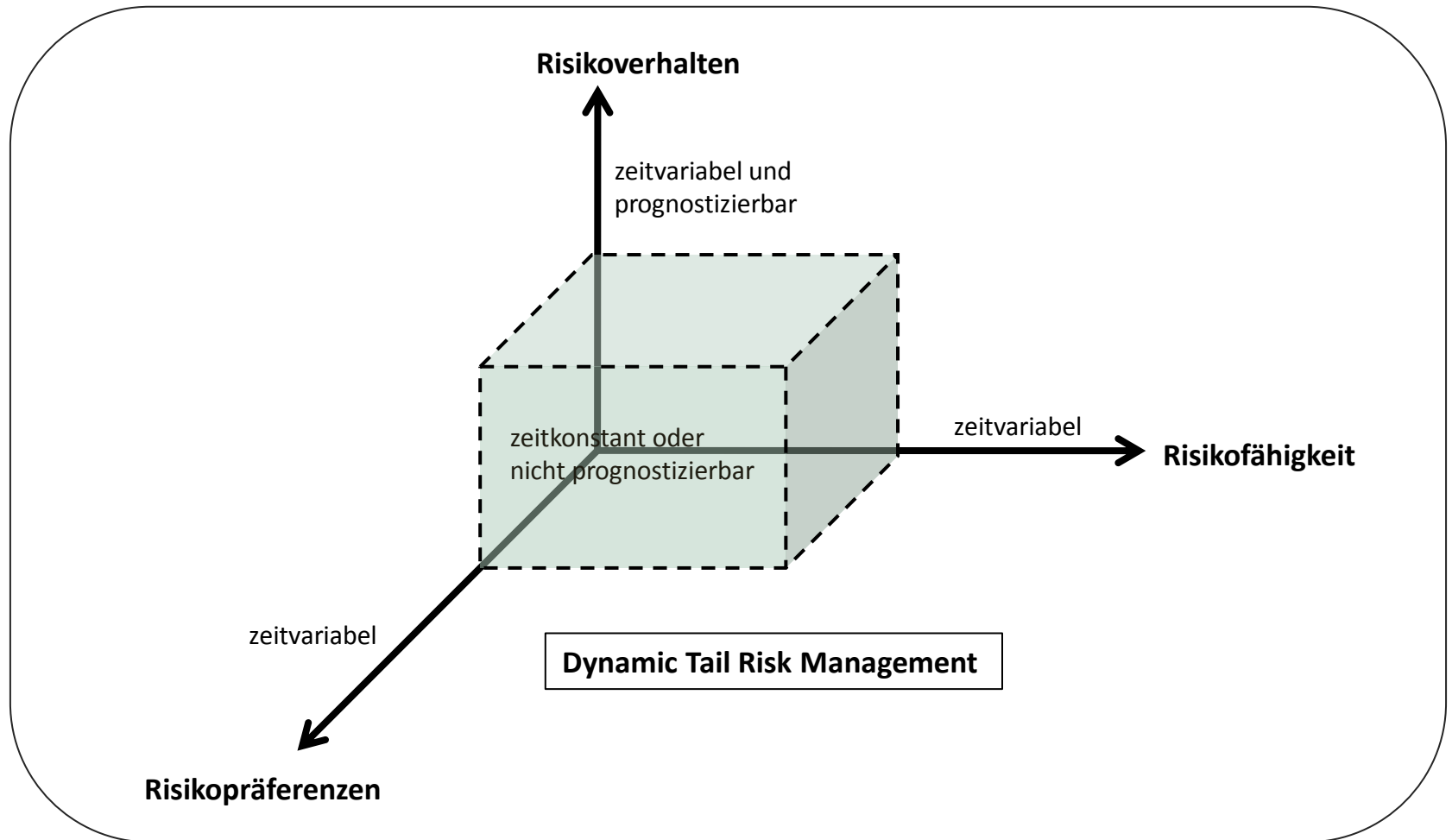


Das dynamische Risikoverhalten der Kapitalanlagen muss auch (mehrheitlich) korrekt prognostiziert werden können, damit sich eine dynamische Allokationsanpassung lohnt.



Über die Erfüllung der hinreichenden Bedingung entscheidet letztlich die Qualität der GTAA (Global Tactical Asset Allocation)

Zusammenfassung



Martin Walser

Unsere Sicherheiten dürfen nichts Starres werden, sonst brechen sie.