

Strategische Asset Allocation

Anleger sollten ihre Kapitalanlagen breit diversifizieren, um überproportionale Einzelrisiken zu vermeiden. Dieser Grundsatz ist den meisten Kapitalmarktteilnehmern bekannt. Diversifikation kann jedoch auf unterschiedlichste Weisen vorgenommen werden, z. B. indem die zur Verfügung stehenden Anlageklassen zu gleichen Teilen allokiert werden (bspw. 50 % Aktien und 50 % Anleihen). Diese Anlagestrategie wird auch „naive Diversifikation“ genannt und ist in den wenigsten Fällen optimal, da sie nicht die Risikopräferenzen des Investors berücksichtigt. Im Jahr 1952 berücksichtigte Harry Markowitz erstmals Renditeerwartungen, die damit einhergehenden Risiken sowie das Zusammenspiel dieser Risiken, die sogenannte Korrelation, um optimale Portfolioallokationen zu identifizieren. Er legte damit die Grundlage für die Moderne Portfoliotheorie und wurde dafür 1990 mit dem Wirtschaftsnobelpreis ausgezeichnet. Und obwohl sich der Kapitalmarkt seitdem sehr verändert hat und es heute genauere Methoden gibt, Risiken zu messen, bilden Markowitz' Erkenntnisse auch über ein halbes Jahrhundert später nach wie vor die Grundlage einer professionellen Strategischen Asset Allocation (SAA). Angesichts der Tatsache, dass die SAA gemäß empirischen Untersuchungen über ca. 90 % des Anlageerfolgs entscheidet,¹ stellt sie somit einen Schlüsselfaktor für institutionelle Investoren dar, ihren langfristigen Verpflichtungen nachzukommen.

Mehrwert durch eine SAA

In der Strategischen Asset Allocation wird die langfristige Aufteilung der Kapitalanlagen festgelegt. Die SAA kombiniert dabei die Kapitalmarkterwartungen zu verschiedenen Anlageklassen mit den Risiko-, Rendite- und Anlagebeschränkungen eines Anlegers, um so ein individuelles Zielfortfolio zu bestimmen.

Die Strategische Asset Allocation ist der primäre Faktor für den Erfolg einer Anlagestrategie. Bereits 1986 untersuchten Brinson und seine Koautoren die Auswirkungen der SAA auf die Rendite von Pensionsplänen und stellten fest, dass die Asset-Allocation-Strategie 90 % der Renditevariabilität eines Portfolios erklärt, wobei die Auswahl der Wertpapiere und das Market Timing (zusammen aktives Management) eine untergeordnete Rolle spielen.¹ Mehrere Studien haben seitdem diese Ergebnisse bestätigt.^{2,3} Investoren ist demnach dazu geraten, sich insbesondere mit der Strategischen Asset Allocation intensiv auseinanderzusetzen und diese richtig aufzustellen. Dies bedeutet jedoch nicht, dass ein aktives Management keinen Mehrwert liefern kann. Ein Investor, der die Fähigkeit besitzt, taktisch richtig von der SAA abzuweichen, oder gute aktive Manager selektiert, kann durchaus eine Überrendite durch aktives Management erzielen.³ Viel wichtiger ist jedoch festzulegen, zu welchem Anteil das Portfolio in bestimmte Asset- und Subassetklassen investiert sein soll. Denn

Die folgende Publikation ist Teil der Serie Berenberg Fonds und Lösungen:

Spotlight

► **Insights**

- Aktien
- Anleihen
- Multi Asset
- Systematische Lösungen
- Overlay
- Nachhaltigkeit
- Consulting

*Im Rahmen von **Insights** geben wir Ihnen ein besseres Verständnis unserer Anlagephilosophie und unseres Denkens.*

Portfolios von Anlegern sind zwar meist diversifiziert aufgestellt, aber häufig nicht optimal

Die SAA entscheidet über rund 90 % des Anlageerfolgs

¹ Brinson, Gary P. et al. „Determinants of Portfolio Performance.“ Financial Analysts Journal 42 (1986): 133–138.

² Ibbotson, Roger & Kaplan, Paul. (2001). Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, 100 Percent of Performance? Yale School of Management, Yale School of Management Working Papers. 56. 10.2469/faj.v56.n1.2327.

³ Xiong, James & Ibbotson, Roger & Idzorek, Thomas & Chen, Peng. (2010). The Equal Importance of Asset Allocation and Active Management. Financial Analysts Journal. 66. 10.2469/faj.v66.n2.7.

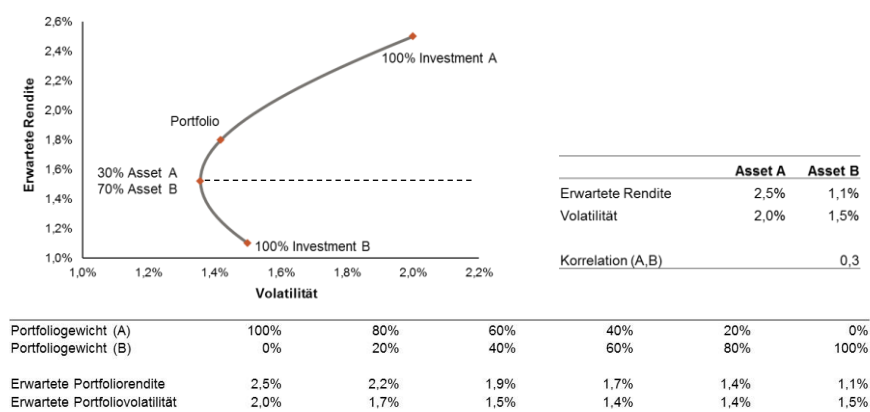
vorteilhafte Korrelationseffekte zwischen verschiedenen Anlagen führen zu einer Steigerung des Renditepotentials bei gleichem Risiko. Dieser Effekt würde dem Investor zum Beispiel in einer naiven Allokation entgehen. Andersherum würde ein Investor zu hohe Risiken eingehen, um ein feststehendes Renditeziel zu erreichen.

Durchführung einer SAA

Das Ziel einer SAA besteht darin, das Portfolio effizient aufzustellen, um das Renditeziel mit dem geringstmöglichen Eingang von Risiken zu erreichen oder bei einem gegebenen Risiko die maximale Rendite zu erwirtschaften. Dies baut auf der Annahme auf, dass Investoren generell risikoavers sind und bei gleichem Erwartungswert ein geringeres Risiko bevorzugen. Das Renditeziel muss dabei im Einklang mit der Bereitschaft und der Fähigkeit des Anlegers stehen, Risiken einzugehen. Die SAA ermittelt somit die optimale langfristige Risiko-Rendite-Kombination, welche die Anlagerestriktionen und die Risikotoleranz des Anlegers berücksichtigt.

Harry Markowitz entwickelte 1952 die Mean-Variance-Optimierung (MVO, teilweise auch als Markowitz-Optimierung bekannt), welche noch heute einen weit verbreiteten Ansatz für die Berechnung einer SAA darstellt. In Anbetracht einer Vielzahl zur Verfügung stehender Anlageklassen, ihrer zu erwartenden Renditen und Volatilitäten sowie deren Korrelation untereinander identifiziert die MVO eine Reihe von Portfolioallokationen, welche die Rendite für jedes Risikomaß maximieren. Je nach Risikoaffinität und/oder Tragfähigkeit kann so die optimale Portfolioallokation berechnet werden. Im Rahmen dieses Prozesses lassen sich auch individuelle Anlagerestriktionen, wie z. B. Assetklassenlimite, berücksichtigen, indem die Möglichkeit der Kombinationen eingeschränkt wird.

Abb. 1: Beispiel einer Mean-Variance-Optimierung mit zwei Anlageklassen



Quelle: eigene Berechnung

Die Qualität der Inputparameter ist entscheidend

Die Mathematik, die sich hinter der hier angewendeten Optimierung verbirgt, ist vergleichsweise einfach. Die Inputdaten stellen hingegen eine erhebliche Herausforderung dar. Die Ergebnisse der Optimierung sind dabei stark abhängig von der Qualität der Eingabeparameter (d.h. erwartete Renditen, Volatilitäten und Korrelationen). Folglich können selbst kleinste Veränderungen der Inputdaten die Ergebnisse einer SAA deutlich beeinflussen. Man spricht auch von dem „Garbage-In-Garbage-

Historische Daten lassen sich nicht einfach in die Zukunft projizieren



Out“-Problem. Niemand kann die Zukunft vorhersehen – wie sind dementsprechend erwartete Rendite, Volatilität und Korrelation zwischen Anlageklassen zu bestimmen?

Obwohl stets darauf hingewiesen wird, dass frühere Wertentwicklungen kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen sind, wird häufig auf historische Daten zurückgegriffen, um zukünftige Renditen zu approximieren. Historische Mittelwerte können jedoch maßgeblich von dem zukunftsgerichteten Erwartungswert abweichen. Als gutes Beispiel hierfür sind europäische Anleihen zu nennen. Seit 1999 erwirtschaftete diese Anlageklasse (iBoxx Euro Overall Index) durchschnittlich 4,2% p. a.⁴ Verwendet man diese Kennzahl als Basis für eine Optimierung, würden europäische Anleihen jedoch angesichts ihrer aktuell deutlich niedrigeren Renditen fälschlicherweise zu hoch allokiert.

Über die letzten Jahrzehnte wurde kontinuierlich daran gearbeitet, die Qualität der kritischen Inputfaktoren zu verbessern. Ein Lösungsansatz für das obengenannte Problem bei der Verwendung historischer Daten ist, der jüngeren Historie ein höheres Gewicht beizumessen. Würden europäische Anleihen im Ergebnis nicht mit 4,2% Renditeerwartung in die Optimierung eingehen, sondern ggf. nur mit 3%, wäre dies wahrscheinlich angesichts des aktuellen Niedrigzinsumfelds immer noch eine zu optimistische Annahme für die zukünftige Entwicklung der Anlageklasse.

Erweiterung der MVO verbessert die Optimierungsgrundlage

Um den Einfluss historischer Daten zu minimieren, werden bei einer Optimierung nach Black-Litterman historisch berechnete Renditen durch zukunftsgerichtete Kapitalmarktprognosen angepasst. Die Quelle für diese Prognosen bilden im Regelfall Schätzungen einzelner oder mehrerer Kapitalmarktstrategen. Die historischen Inputdaten für die Optimierung werden somit über ein mathematisches Verfahren durch Expertenprognosen ergänzt und ggf. nach oben oder unten angepasst.

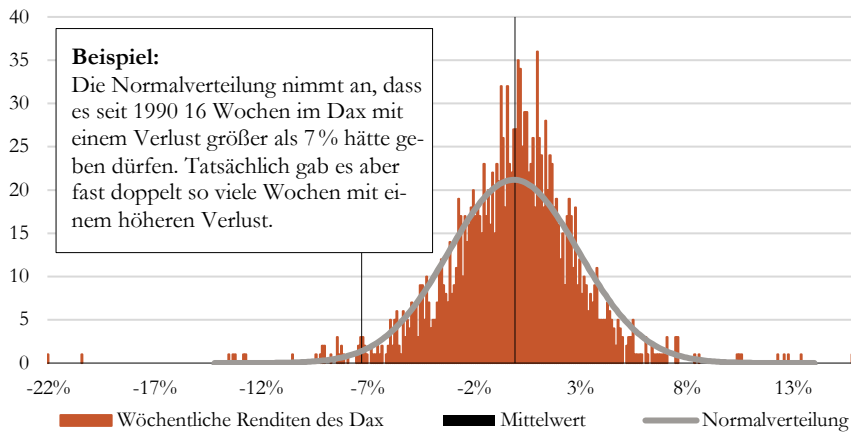
Historische Daten können mit aktuellen Kapitalmarktmeinungen überschrieben werden

Ein anderer Weg ist die sogenannte Reverse-Optimization, bei der Renditeschätzungen auf Basis der aktuellen Allokation eines globalen Marktportfolios abgeleitet werden, welches (in der Theorie) alle risikobehafteten Anlageklassen nach ihrem Marktwert gewichtet beinhaltet. Die zugrunde liegende Annahme besteht darin, dass alle Anleger ihr Kapital bereits nach ihren Renditeerwartungen allokiert haben. Anhand der Gewichtung der Assetklassen im globalen Marktportfolio und den historischen Volatilitäten und Korrelationen lassen sich somit die erwarteten Renditen der einzelnen Anlageklassen ableiten. Anschließend fließen diese Renditeschätzungen in eine traditionelle MVO ein oder dienen als zusätzlicher Indikator für das Black-Litterman Verfahren.

Als weiteres Instrument zur Anpassung der MVO nach Markowitz dient die Cornish-Fisher Erweiterung. Hierbei wird einer empirisch nachgewiesenen Tatsache Rechnung getragen: Kapitalmarktrenditen folgen in den seltensten Fällen einer Normalverteilung. Extremereignisse (auch Black-Swan-Events genannt) treten in der Praxis deutlich häufiger auf als in der Theorie von der Normalverteilung angenommen. Daher wird unter Cornish-Fisher die zugrunde liegende Verteilung der Renditen im Rahmen des Optimierungsprozesses um die sogenannte Schiefe und Wölbung angepasst.

⁴ Quelle: Bloomberg, Stand: 31.03.2021.

Abb. 2: Normalverteilung vs. tatsächliche Verteilung am Beispiel DAX



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Zeitraum: 01.01.1990 – 26.02.2021

Die Wahrscheinlichkeit von Ergebnissen an den „Tails“ einer Renditeverteilung werden von klassischen statistischen Modellen unterschätzt. Verluste fallen höher aus und treten häufiger ein als statistisch durch eine Normalverteilung angenommen

Die Cornish-Fisher-Erweiterung nutzt zudem statt der Volatilität als Risikomaß den Value-at-Risk. Während die Volatilität lediglich die Schwankungsbreite um den Erwartungswert misst (sowohl nach unten als auch nach oben), weist der Value-at-Risk mit einer gegebenen Wahrscheinlichkeit (z. B. 99%) aus, welche Verlusthöhe innerhalb eines bestimmten Zeitraums nicht überschritten wird. Der um die Schiefe und Wölbung der Renditeverteilung angepasste modifizierte Value-at-Risk liefert zudem eine höhere Aussagekraft hinsichtlich des Verlustrisikos. Die Portfoliooptimierung wird damit robuster und berücksichtigt explizit Downside-Risiken, die für die meisten Investoren eine wichtigere Rolle spielen als Upside-Risiken.

Die Erweiterung nach Cornish-Fisher schaut nichtsdestotrotz in die Vergangenheit, um Vorhersagen für die Zukunft zu treffen. Historische Extremereignisse wie z. B. die globale Finanzmarktkrise 2008 oder die Marktverwerfungen in Reaktion auf die Ausbreitung des Coronavirus im März 2020 werden sich jedoch aller Wahrscheinlichkeit nach nicht noch einmal in genau derselben Art und Weise wiederholen. Anhand einer Monte-Carlo-Simulation ist es möglich, in die Zukunft gerichtete Pfadverläufe in tausendfacher Anzahl zu simulieren. Über die Errechnung eines Durchschnitts dieser Simulationen lassen sich somit robustere Allokationen generieren, die weniger abhängig sind von den Inputfaktoren⁵. Das Ergebnis ist eine im Zeitablauf deutlich stabilere SAA.

SAA bei Berenberg

Berenberg berät seine Kunden bereits seit mehr als 20 Jahren im Hinblick auf die Strategische Asset Allocation ihrer Vermögenswerte. Wir verwenden fortschrittlichste Analysemethoden, berücksichtigen hierbei realistische Annahmen und unterziehen jeden Input-Parameter einer kritischen Würdigung. Dabei fließen ebenfalls die Renditeprognosen unserer mehrfach ausgezeichneten Berenberg-Experten im Rahmen des Black-Litterman-Verfahrens in unsere Modelle ein. Jeder Kunde ist individuell und daher nehmen wir uns viel Zeit, um mit Ihnen eine maßgeschneiderte SAA zu erstellen. Dafür betrachten wir zunächst Ihre individuelle Ausgangssituation.

Berenberg Consulting

⁵ Michaud, Richard & Michaud, Robert. (2008). Efficient Asset Management: A Practical Guide to Stock Portfolio Optimization and Asset Allocation 2nd Edition.



Anhand Ihrer Vorgaben und Ziele ermitteln wir mittels der beschriebenen Verfahren die optimale Kombination verschiedener Anlageklassen für Ihr Portfolio. Selbstverständlich schließen wir Anlageklassen, in die Sie möglicherweise nicht investieren möchten oder regulatorisch nicht dürfen, kategorisch aus. Das ermittelte Zusammenspiel der Anlageklassen bietet für Ihre individuellen Vorgaben langfristig das optimale Verhältnis zwischen Renditemaximierung und Risikominimierung.

Gerne unterstützen wir Sie auch bei der Umsetzung Ihrer SAA, z. B. im Selektionsprozess der Asset Manager für die gemäß der SAA definierten Assetklassen oder bei der Auflage eines Spezialfonds.

Haben wir Ihr Interesse geweckt? Vereinbaren Sie über Ihren Berenberg-Ansprechpartner gerne einen Termin mit uns!

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

INFORMATIONEN ZUR VERÖFFENTLICHUNG

HERAUSGEBER

Matthias Grimm | Leiter Investment & Risk Management Solutions
+49 40 350 60 - 8583 | matthias.grimm@berenberg.de

AUTOREN



Michael Kreibich, CFA, CAIA | Leiter Consultants
Ist verantwortlich für die ganzheitliche Beratung institutioneller Investoren bei Berenberg. Gemeinsam mit seinem Team entwickelt er maßgeschneiderte Anlagelösungen für die komplexen Herausforderungen von Versicherungen, Versorgungswerken, Unternehmen, Family Offices sowie Stiftungen und kirchlichen Anlegern.

+49 40 350 60-170 | michael.kreibich@berenberg.de



Anna Prigge | Consultant
Berät institutionelle Kunden bei den Schwerpunktthemen Strategische Asset Allocation, Risiko Management sowie ESG. Gemeinsam mit dem Team entwickelt sie maßgeschneiderte Anlagelösungen für die komplexen Herausforderungen von Versicherungen, Versorgungswerken, Unternehmen, Family Offices sowie Stiftungen und kirchlichen Anlegern.

+49 40 350 60-7476 | anna.prigge@berenberg.de

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nummer 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nummer 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Sie ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung.

Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt.

Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: April 2021

Diese Publikation ist Teil der Serie Berenberg Fonds und Lösungen:

Spotlight

► Insights

Aktien
Anleihen
Multi Asset
Systematische Lösungen
Overlay
Nachhaltigkeit
Consulting

www.berenberg.de/investment-risk-management-consulting

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de/investment-risk-management-consulting
Consultants@berenberg.de