

## Taktische Allokation in der digitalen Vermögensverwaltung

Es gibt verschiedene Methoden, Portfolios zu steuern. Letztlich lassen sich aber alle Methoden danach kategorisieren, ob sie auf Prognosen und Einschätzungen beruhen oder ohne sie auskommen. Für eine klassische Vermögensverwaltung spielen Prognosen und Einschätzungen eine zentrale Rolle. Angenommen, es bahnt sich ein wirtschaftlicher Abschwung an, und die Datenlage lässt vermuten, dass sich dieser Abschwung zu einer Rezession ausweitet. In einem solchen Umfeld wird ein prognoseorientierter Portfoliomanager die Aktienquote reduzieren, die Selektion von Aktien anpassen und das Portfolio insgesamt „wetterfest“ machen. Neben Konjunkturdaten würde der Portfoliomanager zusätzlich die Gewinnentwicklung, die Bewertung und andere fundamentale Größen und Kennziffern analysieren und proaktiv Anpassungen vornehmen. Genau diesen Ansatz verfolgen auch wir in der klassischen Vermögensverwaltung.

Neben der prognose- und einschätzungsbasierten Portfoliosteuerung hat sich in den letzten Jahren auch eine prognosefreie Steuerung etabliert. Hier geht es nicht darum, im Portfoliomanagement die Zukunft zu antizipieren, rechtzeitig zu agieren und dadurch einen Vorteil gegenüber einer statischen Portfolioallokation zu erzielen. Stattdessen steht das Ziel im Fokus, auf Portfolioebene gewisse Eigenschaften herauszuarbeiten, die sich dann günstig auf die Rendite- und Risikoentwicklung des Portfolios auswirken, und zwar unabhängig davon, wie sich die konkrete Zukunft entwickelt. Bei den Eigenschaften geht es z.B. darum, ein besonders hohes Maß an effizienter Diversifizierung zu erreichen oder Rückschläge in Krisenzeiten auf ein zuvor festgelegtes Maß zu beschränken. Für solche Ziele werden keine Prognosen oder Einschätzungen benötigt; vielmehr werden historische Kursverläufe verschiedener Assetklassen mathematisch so ausgewertet, dass daraus wertvolle Rückschlüsse auf eine effiziente Portfoliokonstruktion gezogen werden können.

Letztlich haben beide Ansätze ihre Vor- und Nachteile. So wird in der prognosefreien Methode an keiner Stelle das Portfolio auf erwartete Zukunftsszenarien ausgerichtet, sondern nur anhand historischer Daten kalibriert. Damit gleicht eine prognosefreie Portfoliosteuerung einem Autofahrer, der sein Auto durch den Verkehr steuert, indem er in den Rückspiegel schaut. Viele digitale Vermögensverwaltungen, die sich in jüngster Vergangenheit am Markt etabliert haben, nutzen für ihre Portfoliosteuerung prognosefreie Ansätze. Die Gründe dafür sind eher praktischer als theoretischer Natur. Viele Anbieter dieser Dienstleistungen sind oftmals Start-Ups ohne größere Erfahrung im Asset Management und verfügen nicht über die Research-Kapazitäten, um eine prognosebasierte Portfoliosteuerung anbieten zu können. Zudem wird bei digitalen Vermögensverwaltungen im Rahmen von Online-Fragebögen ermittelt, welche Risikotragfähigkeit und -bereitschaft der Kunde mitbringt, um eine sinnvolle Strategie ableiten zu können. Wenn beide Eigenschaften bekannt sind, ist es fast zwin-

gend logisch, die Portfolios auch direkt daran auszurichten. Und hier kann die prognosefreie Portfoliosteuerung glänzen. Denn das Einhalten von Risikobudgets ist eine Anforderung, die aufgrund ihres mathematischen Charakters tatsächlich oftmals besser von prognosefreien als prognosebasierten Ansätzen erfüllt wird.

So gesehen kann nicht pauschal behauptet werden, dass die eine Methode der anderen überlegen ist. Wir vertreten vielmehr die These, dass gute prognosebasierte Portfoliokonstruktionen langfristig das Potenzial haben, eine bessere Rendite zu erwirtschaften, während prognosefreie Ansätze u.U. die Nase vorne haben, wenn es um die exakte Risikosteuerung von Portfolios geht. Aus diesem Grund liegt es nahe, beide zunächst unvereinbar erscheinenden Ansätze in ein Gesamtkonzept einzubetten, um die Vorteile aus beiden Welten zu vereinen.

In einigen Wochen wird Warburg mit einer digitalen Vermögensverwaltung an den Start gehen und hier - nach unserem Wissen nahezu erstmalig in der Branche - auf die Kombination prognosebasierter und prognosefreier Elemente setzen. Diese nicht gerade triviale Herausforderung wird gelöst, indem ein prognosefreies, mathematisches Grundmodell durch prognosebasierte Elemente so „gelotst“ wird, dass auch die Portfolios auf der komplett digitalen Plattform direkt von den fundamentalen Einschätzungen des Makro-Researchs und der langjährigen Erfahrung des Asset Managements der Privatbank profitieren. Damit wird aus einer prognosefreien Black Box ein nachvollziehbarer Anlageprozess, der eine neue Evolutionsstufe in der digitalen Vermögensverwaltung einläutet.

Doch wie funktioniert dies genau? Das Makro-Research von M.M. Warburg & CO erstellt zusammen mit dem Portfoliomanagement auf wöchentlicher Basis die taktische Hausmeinung. Diese Hausmeinung enthält auf der einen Seite Prognosen zur mittelfristigen Wertentwicklung verschiedener Assetklassen und Märkte und auf der anderen Seite eine Entscheidung darüber, ob die Aktienquote relativ zur jeweils gültigen strategischen Allokation über- oder untergewichtet (oder aber neutral) gehalten werden sollte. Genau diese Informationen werden nun genutzt, um ein prognosefreies Modell mit Restriktionen so „einzuschränken“, dass das Modell in seiner Portfoliosteuerung Veränderungen in der taktischen Hausmeinung abbildet. Wird beispielsweise für einen einzelnen Markt (z.B. für den DAX oder US-High-Yield-Anleihen) die mittelfristige Markteinschätzung nach unten revidiert, wird in dem Modell auch die maximal zulässige Aktienquote für diese spezifische Assetklasse reduziert.

Wird zudem im Asset Management die gesamte taktische Aktienquote soweit reduziert, dass sie unterhalb der strategischen Quote liegt, hat auch dies einen Einfluss auf die Steuerung der Portfolios unserer digitalen Vermögensverwaltung, indem auch das Risiko des Portfolios – gemessen am Value at Risk (VAR) - reduziert wird. Wir leiten aus den kundenspezifischen Risikopräferenzen einen kompatiblen VAR ab und konstruieren das Portfolio derart, dass der VAR mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% eingehalten

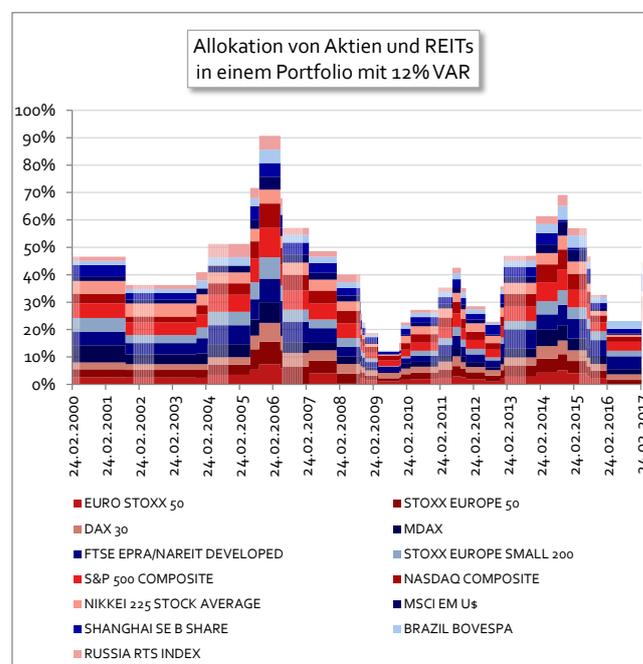
werden kann. Der kundenspezifische, maximal zugelassene VAR wird aber in den Portfolios überhaupt nur dann angesteuert, wenn das Portfoliomanagement tatsächlich auch einen konstruktiven Blick auf die Märkte hat, was sich konkret in der taktischen Aktienquote des Asset Managements äußert. Bei einem negativen Ausblick und einer damit einhergehenden reduzierten taktischen Aktienquote wird auch der VAR in den Portfolios gesenkt. Das ist auch inhaltlich logisch, denn sowohl theoretisch als auch empirisch macht es keinen Sinn, in Krisenzeiten konstant hohe Risiken einzugehen; vielmehr erscheint es sinnvoll, in „Deckung“ zu gehen, wenn ein Sturm vor der Tür steht – und genau dies passiert in der digitalen Variante unserer Vermögensverwaltung über die Reduzierung des VAR. Zudem ist durch diese Vorgehensweise sichergestellt, dass alle Varianten der Vermögensverwaltung die gleiche taktische „Handschrift“ aufweisen. Wir hielten es auch für nicht akzeptabel, wenn aufgrund handfester ökonomischer Überlegungen und Einschätzungen die „klassische“ Vermögensverwaltung risikobehaftete Assets massiv reduzierte, während eine rein prognosefreie Variante aufgrund statistischer Eigenschaften historischer Kursverläufe diese Quote u.U. sogar noch anheben würde – genau dies wird aufgrund der von uns gewählten Vorgehensweise nicht passieren.

Nun gibt es allerdings viele denkbare Portfoliostrukturen, die alle prinzipiell in der Lage wären, unsere Vorgaben hinsichtlich maximal zulässiger Quoten und Risikobudgets im Sinne des VAR einzuhalten. Daher kommt es sehr genau darauf an, nach welchen Maßgaben ein solches Portfolio im Detail strukturiert wird. Warburg setzt hier u.a. auf ein Konzept, das in Fachkreisen unter dem Begriff „Risk Parity“ bekannt ist. Dabei werden verschiedene Märkte in einem Portfolio so gewichtet, dass sie alle den gleichen Risikobeitrag für das Gesamtportfolio liefern. Sehr volatile Märkte werden dementsprechend weniger stark gewichtet als risikoarme Märkte, und Märkte, die stark mit anderen Märkten korrelieren, werden ebenfalls weniger stark gewichtet, da sie einen geringeren Diversifikationsbeitrag erzielen. Risikoreichen Märkten mit negativen Korrelationen zu anderen Märkten werden dagegen wiederum etwas höhere Gewichte beigemessen. Durch diese Vorgehensweise erzielt man hochgradig diversifizierte und sehr risikokontrollierte Portfolios, die weniger stark für das sog. Curvfitting und Datamining anfällig sind als andere Ansätze.

Um die Portfoliokonstruktion so robust wie möglich zu gestalten, ergänzen wir die Ausrichtung auf Risk Parity durch die sog. Maximum Diversifikation. Im Rahmen dieser Form der Optimierung werden – vereinfacht gesprochen – Assetklassen aus dem Portfolio entfernt, die aufgrund von Diversifikationsüberlegungen eher redundant sind. Im Ergebnis führt der Ansatz der Maximum Diversifikation im Vergleich zu Risk Parity bei gleicher Volatilität zu einer langfristig etwas stärkeren Berücksichtigung risikobehafteter Assets, da (wie der Name schon nahelegt) die Diversifikation etwas effizienter erfolgt und man es sich daher „erlauben“ kann, risikobehaftete Assets verstärkt beizumischen. Die Kombination von Risk Parity mit dem Ansatz der Maximum Diversifikation führt nach unseren Berechnungen zu Portfolios, die bei sehr robusten Eigenschaften zu einer leicht besseren Wertentwicklung neigen als Portfo-

lios, die lediglich nach Risk-Parity-Gesichtspunkten optimiert werden.<sup>1</sup>

Wir ergänzen nun dieses Grundmodell um die Vorgabe, den jeweils gewünschten VAR einzuhalten. Damit wird ein Portfolio konstruiert, dass zu einem gegebenen Zeitpunkt nicht nur das vorgegebene Risikobudget einhält, sondern gleichzeitig von allen denkbaren Lösungen diejenige berechnet, die bestmöglich gleichzeitig Risk-Parity- und Maximum-Diversifikation-Eigenschaften berücksichtigt und damit eine robuste und gute Diversifizierung sicherstellt. Mit dieser Methodik kann die Portfoliokonstruktion über eine Vielzahl von Risikostrategien skaliert werden und trotzdem auf der gleichen Investmentphilosophie und der gleichen taktischen Markteinschätzung mit den gleichen grundsätzlichen Eigenschaften beruhen. Da dieser Ansatz komplett regelgebunden aufgebaut ist, lässt sich auch exakt zurückrechnen, wie sich beispielsweise die Aktienquoten im Zeitverlauf verändert hätten.



Die obige Betrachtung unterstellt dabei, dass es von Seiten des Portfoliomanagements keine exogenen Eingriffe über die Variation des VAR oder die maximal zulässigen Quoten von einzelnen Assetklassen gegeben hätte. Trotzdem lässt sich aufzeigen, dass schon mit diesem rein prognosefreien Teil der Portfoliokonstruktion die Aktienquoten in Krisenzeiten modellendogen reduziert worden wären. Durch die Anreicherung des Ansatzes mit prognosebasierten Elementen ist zu erwarten, dass diese Reaktion noch schneller und damit proaktiver erfolgt und damit die Leistungsfähigkeit des dualen Ansatzes unter Beweis stellt. Wenn wir nach intensiver Forschungs- und Testphase mit unserer digitalen Vermögensverwaltungsvariante starten, werden unsere Kunden von der Symbiose prognosebasierter und prognosefreier Elemente und damit einer hochwertigen taktischen Allokation profitieren können.

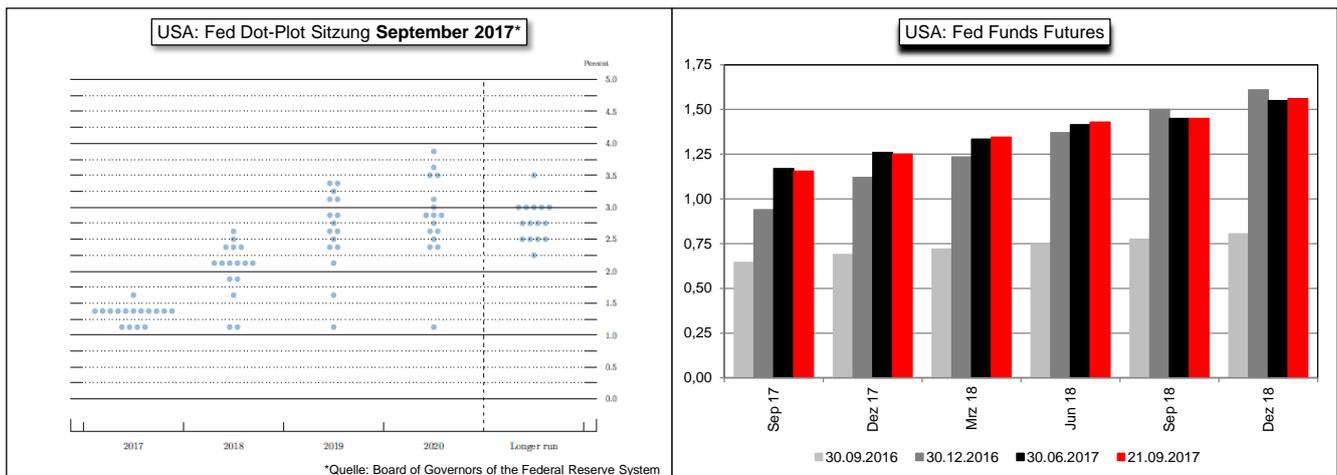
<sup>1</sup> Technisch gesehen kombinieren wir beide Kriterien, indem wir in der Zielfunktion für den Optimizer das Produkt aus der Kennzahl für Risk Parity und der Kennzahl für Maximum Diversifikation bilden und unter Nebenbedingungen maximieren.

Wochenausblick für die Zeit vom 25. September bis 29. September 2017

	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Veröffentlichung
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	114,6	115,2	116	115,9	115,7		25. September
D: Ifo-Geschäftserwartungen	106,4	106,8	107,3	107,9	107,5		25. September
D: Ifo-Lageeinschätzung	123,4	124,2	125,5	124,6	125,0		25. September
D: GfK Konsumklima	10,2	10,4	10,6	10,8	10,9	10,7	28. September
D: vorl. Inflationsrate, y/y	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,7%		28. September
D: vorl. Kerninflationsrate, y/y	1,3%	1,6%	1,7%	1,6%	1,6%		28. September
D: Importpreise, m/m	-1,0%	-1,1%	-0,4%	-0,2%			29. September
D: Importpreise, y/y	4,1%	2,5%	1,9%	1,9%			29. September
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,2%	1,3%	-1,2%	0,5%			29. September
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-8	6	-8	-5	-4		29. September
D: Arbeitslosenquote	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%		29. September
E-19: M3, y/y	4,9%	5,0%	4,5%	4,8%			27. September
E-19: Geschäftsklima	0,9	1,15	1,04	1,09	1,11		28. September
E-19: Wirtschaftsvertrauen	109,3	111,1	111,3	111,9	111,5		28. September
E-19: Konsumentenvertrauen, final	-3,3	-1,3	-1,7	-1,5	-1,2		28. September
E-19: Industrievertrauen	2,8	4,5	4,5	5,1	5,0		28. September
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	1,4%	1,3%	1,3%	1,5%	1,4%		29. September
E-19: vorl. Kerninflationsrate, y/y	0,9%	1,1%	1,2%	1,2%	1,1%		29. September

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Fed hält an geldpolitischem Kurs fest



Wie erwartet, hat die Fed den Leitzins nicht verändert und auch sonst hielt die Pressekonferenz des Offenmarktausschusses (FOMC) wenig Überraschungen bereit. So soll die im Juni skizzierte Bilanzverkürzung der Fed ab Oktober beginnen. Die Fed wird hierbei sehr behutsam vorgehen und zunächst Staatsanleihen in einem Volumen von 6 Mrd. USD und hypothekenbesicherte Anleihen in einem Volumen von 4 Mrd. USD auslaufen lassen und nicht ersetzen. Alle drei Monate soll das Volumen um 10 Mrd. erhöht werden bis zu einem Maximum von 50 Mrd. USD pro Monat. Die Fed sieht die US-Wirtschaft weiter positiv. So wurde das erwartete Wirtschaftswachstum für dieses Jahr von 2,2% auf 2,4% angehoben und auch die Lage am Arbeitsmarkt wird in den Jahren 2018 und 2019 noch etwas besser eingeschätzt. Einziges Sorgenkind bleibt die Inflation, die bei der aktuell guten Wirtschaftslage eigentlich höher sein müsste. Hier wurden die Projektionen für die Kernrate für dieses und das nächste Jahr gesenkt. Wenig geändert hat sich an den Zinsprojektionen der

Fed. Die Dot-Plots zeigen, dass 12 der 16 Teilnehmer von mindestens einem weiteren Zinsschritt in diesem Jahr ausgehen. Für das kommende Jahr erwartet der Median des FOMC drei Zinsschritte. Beide Projektionen stehen weiter in starkem Kontrast zu den Markterwartungen, die bis gestern für dieses Jahr keine und für das kommende Jahr lediglich eine Zinserhöhung eingepreist haben. Die nächste Fed-Sitzung mit Pressekonferenz und damit der wahrscheinlichste Termin für einen erneuten Zinsschritt findet im Dezember statt. Aufgrund der guten Konjunktdynamik halten wir eine weitere Zinserhöhung in diesem Jahr immer noch für wahrscheinlich. Allerdings könnten andere geldpolitisch relevante Themen wie ein Wiederaufflammen des Haushaltsstreits, die ungewissen Auswirkungen der Hurrikans Harvey und Irma sowie Personaländerungen in der Fed (Fed-Vizechef Stanley Fischer gibt seinen Posten Mitte Oktober auf und das Mandat von Janet Yellen endet im Frühjahr 2018) für eine andere Entscheidung sorgen.

	Stand 21.09.2017	Veränderung zum			
		14.09.2017 -1 Woche	18.08.2017 -1 Monat	20.06.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	22407	0,9%	3,4%	4,4%	13,4%
S&P 500	2502	0,3%	3,2%	2,7%	11,8%
Nasdaq	6456	0,4%	3,9%	4,3%	19,9%
DAX	12616	0,6%	3,7%	-1,6%	9,9%
MDAX	25588	1,2%	3,1%	0,8%	15,3%
TecDAX	2386	0,7%	5,6%	4,2%	31,7%
EuroStoxx 50	3544	0,5%	2,8%	-0,5%	7,7%
Stoxx 50	3125	0,4%	2,7%	-2,4%	3,8%
SMI (Swiss Market Index)	9131	0,7%	2,9%	1,2%	11,1%
FTSE 100	7272	-0,3%	-0,7%	-2,7%	1,8%
Nikkei 225	20347	2,7%	4,5%	0,6%	6,5%
Brasilien BOVESPA	75642	1,3%	10,1%	24,5%	25,6%
Russland RTS	1120	-0,5%	8,9%	14,1%	-2,8%
Indien BSE 30	32370	0,4%	2,7%	3,4%	21,6%
China Shanghai Composite	3358	-0,4%	2,7%	6,9%	8,2%
MSCI Welt (in €)	1999	0,5%	2,0%	-2,7%	1,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	1112	0,8%	3,4%	3,2%	14,1%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	163,14	158	-122	-178	-101
Bobl-Future	131,08	-30	-169	-174	-255
Schatz-Future	112,10	-9	-8	5	-20
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,32	1	0	-1	0
3 Monats \$ Libor	1,32	0	1	4	33
Fed Funds Future, Dez 2017	1,25	3	4	1	0
10-jährige US Treasuries	2,26	8	7	11	-18
10-jährige Bunds	0,46	5	12	20	35
10-jährige Staatsanl. Japan	0,03	0	-1	-2	-2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,04	5	8	11	16
US Treas 10Y Performance	585,30	-0,6%	-0,3%	-0,2%	2,8%
Bund 10Y Performance	608,84	-0,3%	-0,2%	-0,9%	-0,7%
REX Performance Index	481,82	-0,4%	-0,3%	-0,5%	-0,7%
IBOXX AA, €	0,76	1	4	1	8
IBOXX BBB, €	1,29	-1	2	-1	-21
ML US High Yield	5,98	-5	-18	-4	-48
JPM EMBI+, Index	839	-0,6%	1,1%	1,9%	8,6%
Wandelanleihen Exane 25	7237	0,0%	1,1%	0,0%	4,6%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Spot Index	429,25	0,1%	-2,0%	-3,1%	1,5%
MG Base Metal Index	338,72	3,4%	2,5%	16,5%	21,1%
Rohöl Brent	56,17	0,5%	9,6%	23,0%	-1,0%
Gold	1289,91	-2,7%	-0,5%	3,8%	11,4%
Silber	17,29	-2,4%	1,4%	5,2%	7,7%
Aluminium	2149,75	3,9%	3,8%	14,6%	26,2%
Kupfer	6482,00	0,4%	0,5%	15,1%	17,4%
Eisenerz	71,96	-2,4%	-3,3%	31,5%	-9,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	1449	6,5%	15,0%	71,1%	50,8%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,1916	0,3%	1,5%	6,8%	13,0%
EUR/ GBP	0,8812	-0,9%	-3,6%	-0,1%	3,2%
EUR/ JPY	133,88	1,8%	4,6%	7,8%	8,5%
EUR/ CHF	1,1590	0,8%	2,7%	6,8%	7,9%
USD/ CNY	6,5918	0,5%	-1,2%	-3,5%	-5,2%
USD/ JPY	112,23	1,8%	2,8%	0,7%	-4,0%
USD/ GBP	0,7398	-1,2%	-4,9%	-6,7%	-8,6%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.