

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Effiziente Portfoliostrukturen: Wichtig für das Risiko, noch wichtiger für die Performance!

Es gab Zeiten, da wurde man als Portfoliomanager belächelt, wenn man von seinen Bemühungen berichtete, Portfolios nicht nur mit attraktiven Einzelpositionen zu besetzen, sondern auch darauf zu achten, dass diese in einem sinnvollen, diversifizierenden Portfoliokontext stehen. Die Argumentation der Kritiker einer solchen Vorgehensweise war wie folgt: Am Ende sei der Versuch, eine besonders effiziente Portfoliokonstruktion anzustreben, nur von akademischer Bedeutung. Zwar lasse sich mit solchen mathematisch fundierten Ansätzen im Idealfall das Risiko marginal reduzieren, jedoch würden Kunden diese Reduktion im „echten Leben“ gar nicht bemerken und damit auch nicht honorieren. Viel wichtiger sei die langfristige Performance, und die hänge eben von den ausgewählten Wertpapieren ab und weniger davon, ob die Struktur akademischen Effizienzkriterien genüge. Daher könne man sich den „Kram“ mit der Portfoliooptimierung auch schenken.

Natürlich haben sich die Zeiten geändert, und heute dürfte es kaum noch einen Portfoliomanager geben, der sich diese doch recht krude Argumentation zu eigen machen würde. Trotzdem ist sowohl Investoren als auch Portfoliomanagern auch heute oftmals nicht klar, wie relevant eine hocheffiziente Portfoliostruktur ist – und zwar für das Risiko *und* die Performance!

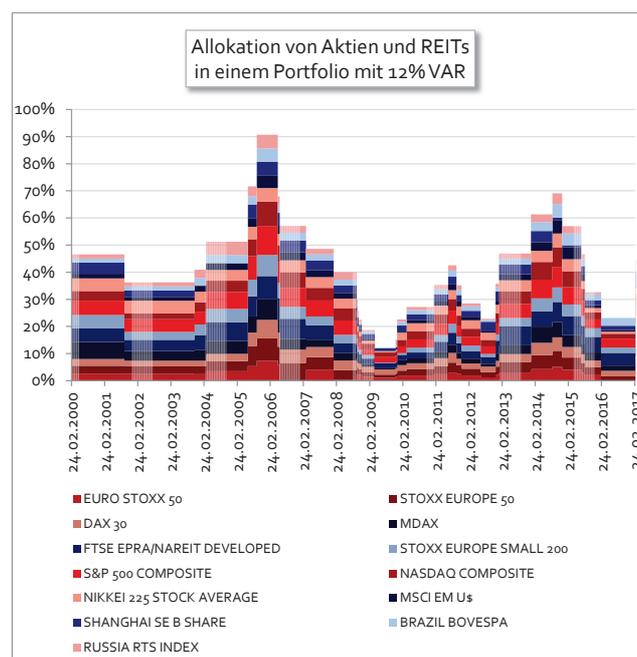
Im Folgenden wollen wir den Beweis für diese These anhand einer Berechnung anstellen, in der in einem Fall ein Portfolio nach allen Regeln der Kunst auf Effizienz und Diversifikation ausgerichtet ist, und im anderen Fall so weit wie möglich ineffizient und so wenig wie möglich diversifiziert ist. Damit aber ansonsten beide Portfolios sinnvoll und fair miteinander verglichen werden können, haben wir sichergestellt, dass beide Portfolios ähnliche Risikobudgets aufweisen. So können die Effekte der Portfoliokonstruktion auf die Performance und andere Kennzahlen aufgezeigt werden.

Im Detail stellt sich unsere Vorgehensweise wie folgt dar: Wir haben ein Modell aufgestellt, mit dem sich die Wertentwicklung verschiedener Portfoliostrategien realitätsnah zurückrechnen lässt. Dabei ist sichergestellt, dass das Modell zu keinem Zeitpunkt über Informationen verfügt, die nicht auch in „Echtzeit“ verfügbar gewesen wären. Das Modell hat die Möglichkeit, in bis zu 24 Märkte (Aktien, Anleihen und Rohstoffe in diversen Ländern und Regionen) simultan über ETFs zu investieren. Die Allokation und damit die Gewichtung dieser 24 Märkte wird Tag für Tag überprüft. Bei jeder Überprüfung wird berechnet, ob mit der jeweils aktuellen Portfoliostruktur das vorgegebene Risikobudget (in dem Fall 12% Verlust über ein Jahr mit einer Wahrscheinlichkeit von 95%) eingehalten werden kann. Diese Berechnung erfolgt auf Basis der zuletzt beobachteten Korrelationen und Volatilitäten der involvierten Märkte. Kann das Risikobudget nicht mehr eingehalten werden, kommt es zu einer neuen Allokation. An dieser Stelle trennen sich nun die Wege der beiden Portfolios.

Im dem auf Effizienz und Diversifikation getrimmten Portfolio wird eine neue Portfoliostruktur gesucht, die zwei Optimierungskriterien genügt. Bei dem ersten Kriterium handelt es sich um die sog. Risikoparität. Damit wird das Portfolio so gesteuert, dass unter allen möglichen Portfolios dasjenige ausgewählt wird, welches dem Gedanken der Risikoparität der einzelnen Positionen am nächsten kommt. Das hört sich kompliziert an, ist es aber letztlich gar nicht. Vereinfacht gesagt führt diese Methode der Portfoliosteuerung dazu, dass Märkte so gewichtet werden, dass jeder Markt für sich in etwa das gleiche Risiko für das Gesamtportfolio beisteuert. Die sich hier ergebende Portfoliostruktur gilt sowohl bei Theoretikern als auch Praktikern als robust und gut diversifiziert.

Wir ergänzen das Kriterium der Risikoparität allerdings noch um das Kriterium der maximalen Diversifizierung. Hier zielt der Algorithmus darauf ab, Märkte so zu gewichten, dass die Chancen zur Risikostreuung – wie der Name schon vermuten lässt - mathematisch maximal ausgenutzt werden. Beide Kriterien in Kombination stellen sicher, dass sich Portfoliostrukturen ergeben, die auch in der Praxis zu intuitiv nachvollziehbaren Portfoliostrukturen führen. So besteht nicht die Gefahr, exotische Allokationsstrukturen zu wählen, die zwar theoretisch begründbar wären, aber in der Praxis auf Widerstand stoßen würden.

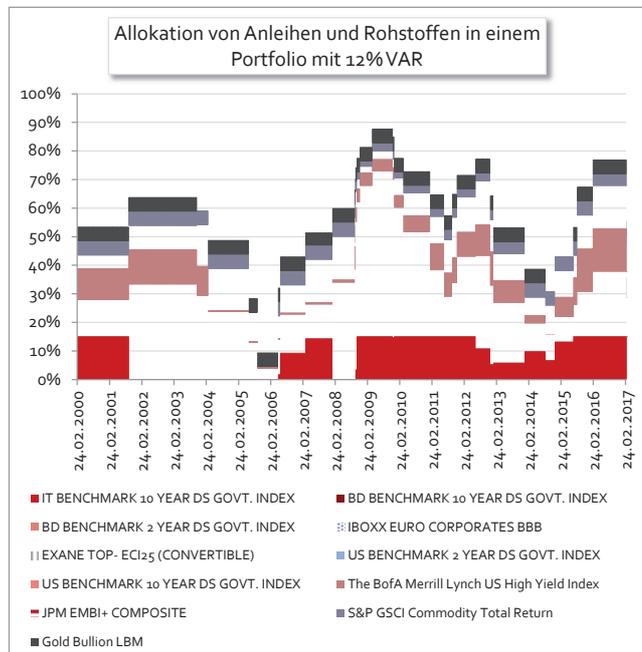
Während also im ersten Portfolio die Effizienz, Robustheit und Diversifikation im Vordergrund steht, passiert im Vergleichsportfolio genau das Gegenteil. Hier wird bei sonst gleichen Restriktionen und Risikovorgaben ein Portfolio gesucht, in dem einzelne Märkte extrem unterschiedliche Risikobeiträge liefern und gleichzeitig Märkte stark gewichtet werden, die untereinander keine Diversifikationseffekte entfalten.



Im Ergebnis führt dies im effizienten Portfolio zu einer Aktienallokation, die in der obigen Abbildung grafisch

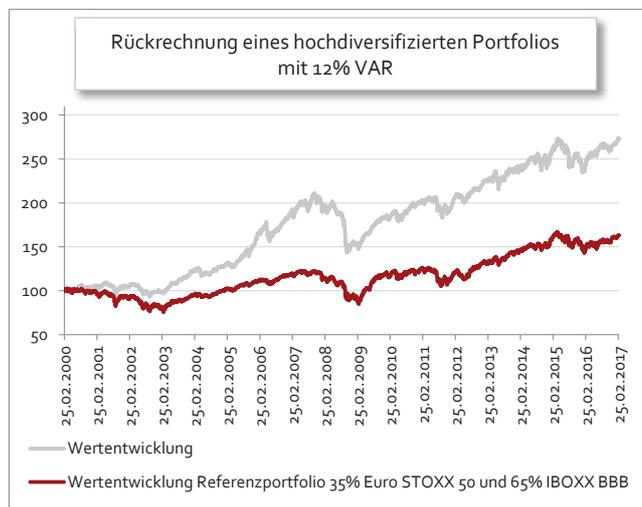
dargestellt ist und einem Portfolio mit einem VAR von 12% entspricht.

Anlog ergeben sich entsprechende taktische Bewegungen in der Rententallokation, die in der folgenden Abbildung aufgezeigt sind.

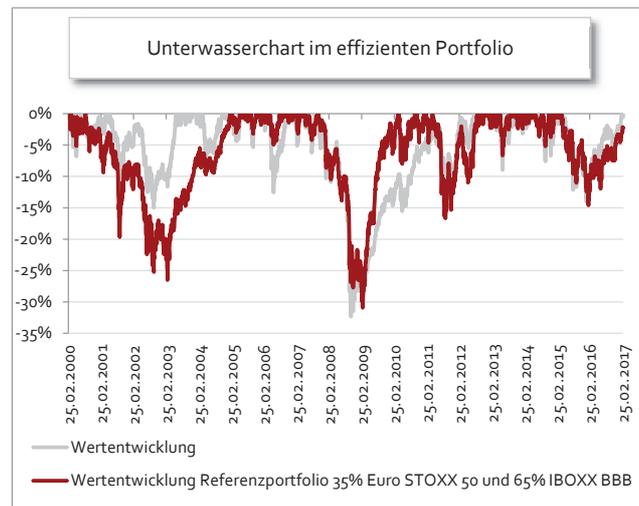


Wichtig dabei ist das Verständnis dafür, dass die Veränderungen in der Allokationsstruktur nichts mit einer Veränderung der Markteinschätzung zu tun haben – diese Art von „Meinung“ oder Prognose existiert in diesem Ansatz nicht.

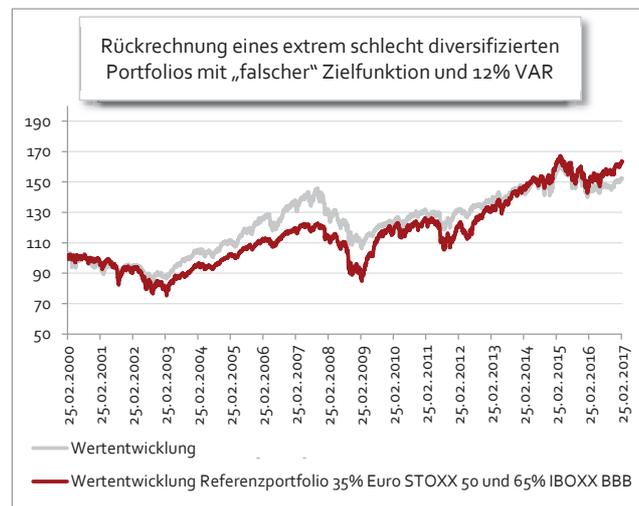
Einzig entscheidend und relevant sind Veränderungen in den statistischen Eigenschaften der Wertentwicklung der betrachteten Märkte. Die daraus resultierende Wertentwicklung des effizienten Portfolios wäre nach Kosten erfreulich positiv gewesen, wobei ein Referenzmaßstab nicht leicht zu finden ist. Das liegt daran, dass für diese Art von Portfolio-konstruktion keine „natürliche“ Benchmark existiert; jede Wahl wäre auf eine gewisse Art arbiträr, denn eine Benchmark weist eine fixe Gewichtung verschiedener Assetklassen auf, während in unseren konkreten Portfolios einzig Risikokennzahlen eine Rolle spielen und eben nicht statische Quoten für Aktien und Anleihen.



Zum Zweck einer anschaulichen Darstellung haben wir für die Berechnungen eine Benchmark aus 35% Euro STOXX 50 und 65% Unternehmensanleihen (IBOXX BBB) ausgewählt, die retrograd fast exakt die gleichen Risikoeigenschaften aufweist wie das von uns berechnete effiziente Portfolio, wie auch im Unterwasserchart zu erkennen ist.



Jetzt wird es spannend: Wie hat nun im Gegensatz das Portfolio abgeschnitten, in dem bei gleichen Risikovorgaben und Rahmendaten alles auf Ineffizienz, Risikodisparität und minimale Diversifizierung getrimmt war? Unsere Vermutung war die, dass in diesem Fall die Wertentwicklung schlechter ausfallen sollte, was ein Beweis dafür wäre, dass effiziente Portfolios bei gleichen Risikovorgaben zu einer höheren Performance führen müssen.



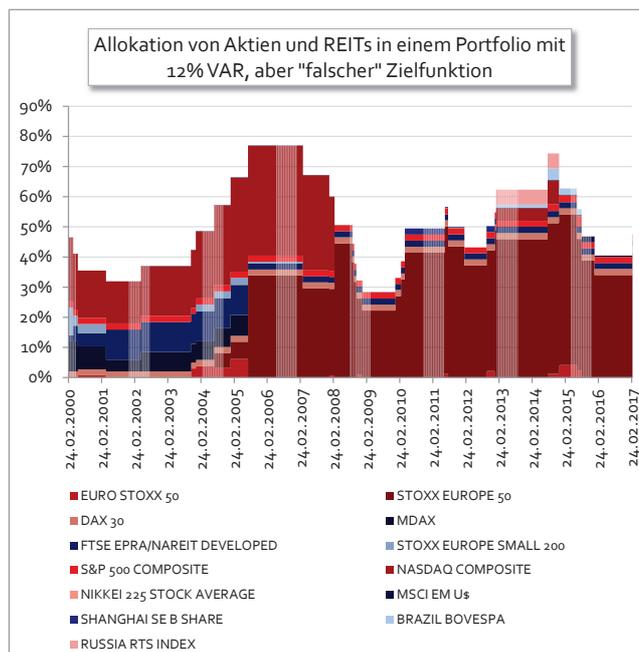
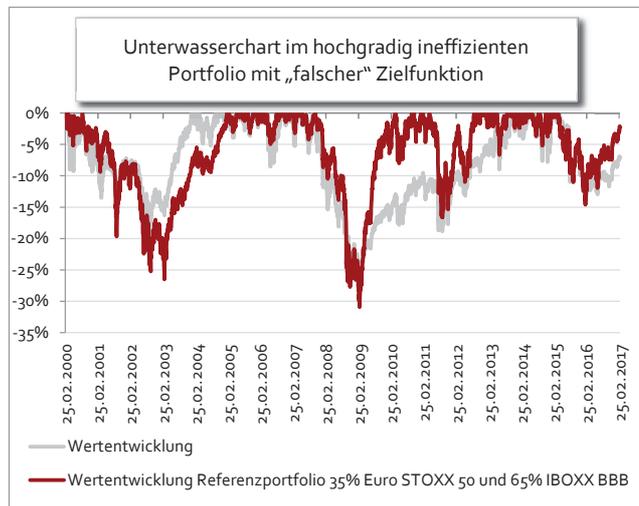
Das ist definitiv der Fall, wie die Abbildungen zeigen. Der angestrebte VAR wird zwar mehr oder weniger eingehalten, jedoch ist die Wertentwicklung schlechter, und das auch noch bei schlechteren Recovery-Eigenschaften. Da dies auch theoretisch zu erwarten gewesen wäre, konnte man zunächst vom Ergebnis nicht überrascht sein.

Was wirklich überrascht hat war das Ausmaß der schlechten Wertentwicklung. Wir hätten vermutet, dass es zu einer leicht schlechteren Wertentwicklung kommt, statt dessen lässt sich sogar eine signifikant schlechtere Wertentwicklung nachweisen. Tatsächlich hätten wir nicht gedacht, dass

globale Multi-Asset-Portfolios mit ähnlicher Risikostruktur auf Basis eines prognosefreien Ansatzes überhaupt eine derart unterschiedliche Wertentwicklung aufweisen können.

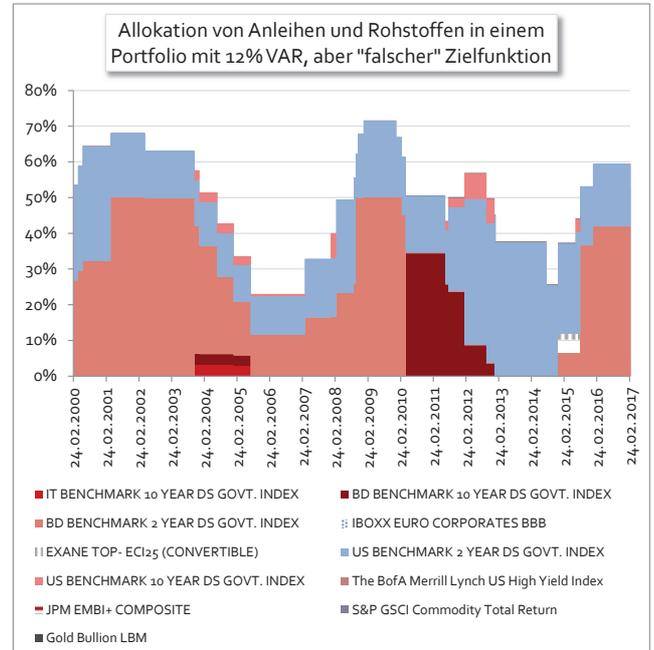
Die an sich „schlechte“ Diversifikation lässt sich zudem grafisch an der Struktur der Allokation im Zeitverlauf erkennen, die deutlich stärkere „Wetten“ aufweist und statt einer starken Streuung auf eine starke Konzentration setzt. Diese Konzentration führt zu schlechten Diversifikationseigenschaften und bedingt durch die Vorgabe, einen VAR von 12% einzuhalten, eine im Trend geringere Beimischung risikobehafteter Assets, da man sich diese bei der schlechten Diversifizierung nicht in größerem Ausmaß erlauben kann.

Genau das führt zu der schlechteren Wertentwicklung; dies ist ein überzeugender Beweis dafür, wie bei gleichen Risikovorgaben eine höherwertige Diversifizierung auch zu einer langfristig besseren Wertentwicklung und kürzeren Recovery-Perioden führen kann.



Dabei muss man sich den Unterschied zwischen dem effizienten und dem ineffizienten Portfolio noch einmal vor

Augen führen. Während beide Portfolios in etwa die gleiche Volatilität und die gleichen Risikobudgets in Form eines nahezu identischen Value at Risk aufweisen, betrug die Wertentwicklung im effizienten Portfolio über den Zeitraum kumuliert betrachtet etwa 170%, während im anderen Fall die Wertentwicklung nur bei 50% lag.



Dieser gewaltige Unterschied in der Wertentwicklung ist sicher kein Zufall, sondern der empirische Beweis dafür, dass moderne Investmentprozesse mit Blick auf die Portfoliostruktur viel mehr sind als akademisches Beiwerk. Gerade in Zeiten niedriger Zinsen sind sie geradezu die Voraussetzung dafür, dass überhaupt noch eine attraktive Wertentwicklung erzielt werden kann, ohne dass die Risiken überspannt werden. Denn erst die effiziente Portfoliostruktur und Portfoliosteuerung erlaubt es überhaupt, risikobehaftete Märkte so stark beizumischen, dass sie im Portfolio eine positive Performancewirkung entfalten können.

Daneben gibt es noch eine Lehre, die man aus diesen Berechnungen ziehen kann: Man sollte sich kritisch mit Portfoliostrategien auseinandersetzen, die ausschließlich darauf abstellen, Risikobudgets einzuhalten. Denn wie unsere Analyse zeigt, existiert ein weites Spektrum an möglichen Portfoliostrukturen, die alle die vorgegebenen Risikobudgets einhalten. Wer als Asset Manager nur darauf fixiert ist, Risikobudgets einzuhalten, kann dieses Leistungsversprechen einhalten und trotzdem grandios scheitern – indem er eine Wertentwicklung produziert, die drastisch unter den Möglichkeiten bleibt.

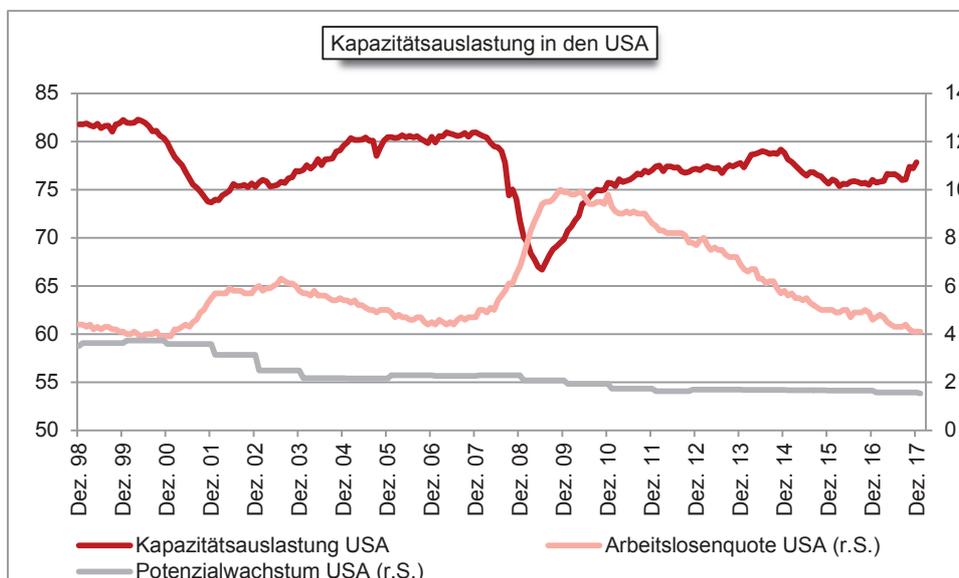
Natürlich möchten wir nicht den Eindruck erwecken, dass es ein Patentrezept gäbe, mit dem sich Performance quasi auf Knopfdruck produzieren ließe. Das gebietet des Respekt vor den Märkten. Allerdings gibt es ein Patentrezept, das mit hoher Wahrscheinlichkeit zum langfristigen Scheitern führt: Der Verzicht auf eine effiziente Portfoliodiversifizierung.

Wochenausblick für die Zeit vom 22. bis 26. Januar 2018

	Sep.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.	Feb	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	17,0	17,6	18,7	17,4	17,6		23. Januar
D: ZEW Lageeinschätzung	87,9	87,0	88,8	89,3	89,5		23. Januar
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	60,6	60,6	62,5	63,3	63,1		24. Januar
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	55,6	54,7	54,3	55,8	55,6		24. Januar
D: GfK Konsumklima	10,9	10,8	10,7	10,7	10,8	10,8	25. Januar
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	115,3	116,8	117,6	117,2	117,3		25. Januar
D: Ifo-Geschäftserwartungen	107,5	109,2	111	109,5	109,6		25. Januar
D: Ifo-Lageeinschätzung	123,8	124,9	124,5	125,4	125,5		25. Januar
<hr/>							
E-19: Konsumentenvertrauen – Flash	-1,2	-1,0	0,1	0,5	0,6		23. Januar
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	58,1	58,5	60,1	60,6	60,4		24. Januar
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	55,8	55,0	56,2	56,6	56,4		24. Januar
E-19: M3, y/y	5,2%	5,0%	4,9%	5,0%			26. Januar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Steigende Kapazitätsauslastung in den USA



Die US-Wirtschaft ist im vergangenen Jahr mit 2,5% kräftig gewachsen. Auch die zuletzt veröffentlichten Wachstumswahlen der Industrieproduktion von 0,9% gegenüber dem Vormonat zeigen einen starken intakten Trend. Entsprechend des guten Wachstums im Industriesektor steigt auch die Kapazitätsauslastung an. Die Kapazitätsauslastung beschreibt das Verhältnis der realisierten Industrieproduktion zu dem Produktionspotenzial. Mit 77,9% liegt der Wert auf dem höchsten Stand seit Februar 2015. Auch wenn dies zeigt, dass mit gutem Wirtschaftswachstum auch die Kapazitätsauslastung steigt, bleibt das Niveau trotz des zweitlängsten dokumentierten konjunkturellen Aufschwungs in den USA weiterhin deutlich unter der Vollauslastung. Was kann der Grund dafür sein? Die Arbeitslosenquote in den USA liegt mit 4,1% unter der NAIRU (Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment, inflationsneutrale Arbeitslosenquote) von 4,7% und deutet damit darauf hin, dass die Vollbeschäftigung erreicht ist. Das wäre mit einer Unterauslastung von 20% kaum kompatibel.

Allerdings liegt die Partizipationsrate, d.h. der Anteil Erwerbspersonen an der Einwohnerzahl, mit 62,7% unter dem langjährigen Durchschnitt von ca. 65%. Daraus lässt sich ableiten, dass die „eigentliche“ Arbeitslosenquote mit 7,5% deutlich höher liegt und damit die Unterauslastung zu einem Teil erklären kann. Dies dürfte auch ein Grund für die geringe Inflationsrate in den USA sein. Das ist nicht unbedingt ein schlechtes Zeichen, bedeutet es doch, dass trotz des langen Konjunkturaufschwungs Kapazitäten für einen weiteren Aufschwung gegeben sind. Dennoch sollten diese freien Kapazitäten auch nicht überschätzt werden, so zeigt doch die Vergangenheit, dass eine Kapazitätsauslastung von 80% selten überschritten wurde. Dies liegt vermutlich daran, dass die Anlagevermögen bzw. der Produktionsfaktor Arbeit in der Berechnung systematisch überschätzt wird. Insgesamt aber bleibt das Bild bestehen, dass die US-Wirtschaft für weiteres Wachstum gerüstet ist.

	Stand	Veränderung zum			
	18.01.2018 17:40	04.01.2018 -1 Woche	08.12.2017 -1 Monat	10.10.2017 -3 Monate	29.12.2017 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	26010	3,7%	6,9%	13,9%	5,2%
S&P 500	2797	2,7%	5,5%	9,6%	4,6%
Nasdaq	7154	1,1%	4,6%	8,6%	3,6%
DAX	13281	0,9%	1,0%	2,6%	2,8%
MDAX	27209	1,7%	3,9%	5,4%	3,8%
TecDAX	2684	2,3%	6,7%	7,4%	6,1%
EuroStoxx 50	3612	1,2%	0,6%	0,4%	3,1%
Stoxx 50	3234	1,0%	1,8%	1,3%	1,8%
SMI (Swiss Market Index)	9454	-0,6%	1,4%	2,0%	0,8%
FTSE 100	7688	-0,1%	4,0%	2,0%	0,0%
Nikkei 225	23763	1,1%	4,2%	14,1%	4,4%
Brasilien BOVESPA	81157	3,2%	11,6%	5,5%	6,2%
Russland RTS	1279	5,4%	14,3%	12,7%	10,8%
Indien BSE 30	35260	3,8%	6,0%	10,4%	3,5%
China Shanghai Composite	3476	2,7%	5,7%	2,7%	5,1%
MSCI Welt (in €)	2200	1,2%	1,8%	4,9%	2,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	1223	1,0%	5,6%	5,9%	3,4%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,14	155	-34	166	146
Bobl-Future	131,22	-40	-137	-6	-39
Schatz-Future	111,90	-5	-29	-25	-7
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	0
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,25	0	3	-3	0
3 Monats \$ Libor	1,70	0	16	35	1
Fed Funds Future, Dez 2018	1,29	-63	-52	-34	-1
10-jährige US Treasuries	2,61	15	22	26	19
10-jährige Bunds	0,57	13	26	12	15
10-jährige Staatsanl. Japan	0,08	2	4	2	3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,01	15	15	4	12
US Treas 10Y Performance	574,93	-0,8%	-1,2%	-1,2%	-1,1%
Bund 10Y Performance	607,52	-0,4%	-1,6%	-0,2%	-0,5%
REX Performance Index	478,38	-0,4%	-1,3%	-0,9%	-0,5%
IBOXX AA, €	0,68	0	14	-7	0
IBOXX BBB, €	1,20	0	10	-8	-3
ML US High Yield	6,12	5	-7	14	-3
JPM EMBI+, Index	832	-0,6%	-0,1%	-0,7%	-0,5%
Wandelanleihen Exane 25	7472	-0,2%	1,1%	2,9%	1,0%
Rohstoffmärkte					
CRB Spot Index	441,15	1,0%	2,3%	3,1%	2,0%
MG Base Metal Index	358,69	-1,0%	8,9%	5,0%	0,0%
Rohöl Brent	69,36	1,9%	9,5%	22,1%	4,1%
Gold	1330,11	0,9%	6,6%	2,9%	2,0%
Silber	16,97	-1,3%	7,7%	-1,2%	-0,2%
Aluminium	2167,25	-3,0%	8,8%	1,4%	-3,9%
Kupfer	7112,75	-0,5%	8,8%	6,1%	-1,3%
Eisenerz	72,08	-3,4%	5,3%	19,8%	1,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1164	-13,2%	-31,6%	-17,9%	-14,8%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,2242	1,5%	4,3%	3,8%	2,1%
EUR/ GBP	0,8812	-1,1%	0,3%	-1,4%	-0,7%
EUR/ JPY	135,73	-0,1%	1,9%	2,4%	0,5%
EUR/ CHF	1,1738	-0,2%	0,3%	1,9%	0,3%
USD/ CNY	6,4175	-1,2%	-3,1%	-2,4%	-1,4%
USD/ JPY	111,44	-1,2%	-1,8%	-0,9%	-1,1%
USD/ GBP	0,7200	-2,4%	-3,7%	-4,8%	-2,6%

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
Julius Böttger	+49 40 3282-2229	jboettger@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.