

III/2012

Update

Das Kundenmagazin von
Allianz Global Investors
für institutionelle Investoren

Reale Rendite im Fokus

Investieren in Zeiten der
finanziellen Repression

04

**Eurozone:
Wege aus der Eurokrise**

Gemeinsame Lösung am besten
für Europa

10

**Umweltökonomie:
Der „grüne“ Kondratieff**

Vom Wandel in der Energiepolitik
profitieren

16

**Portfoliooptimierung:
Strategische Allokation
der Anlageklassen**

Ein kritischer Erfolgsfaktor
für Kreditinstitute

Allianz 
Global Investors



Strategische Allokation der Anlageklassen

Ein kritischer Erfolgsfaktor für Kreditinstitute

Das aktuelle geschäftspolitische Umfeld von Banken ist geprägt von Regulierung, erhöhtem Verwaltungsaufwand sowie Optimierungsbedarf bei Prozessen und Organisation. Der steigende Regulierungsaufwand bewirkt eine geringere Risikobereitschaft, nicht nur im Treasury, sondern auch im originären Kundengeschäft auf der Aktiv- und Passivseite der Bank.

TEXT: DR. CHRISTIAN SCHMITT UND CAROLINE TSCHESCHE

Die damit einhergehenden knappen Risikobudgets verstärken daher den Fokus auf Vertrieb und Produktentwicklung, um auch weiterhin einen positiven Kundenkonditionsbeitrag zu erwirtschaften. Umso mehr ist das Treasury gefordert, den Strukturbeitrag für ein positives Zinsergebnis effizient zu steuern, was durch die Fristentransformation und die Eigenkapitalverzinsung umgesetzt wird. Bei der Definition der Risikobudgets und bei der Allokation der Anlageklassen gewinnt der effiziente Einsatz von ökonomischem und dem immer wichtiger werdenden regulatorischen Eigenkapital zunehmend an Bedeutung.

Suche nach einer Gesamtbankstrategie

In der Praxis bedeutet dies, dass eine stabilisierende Lösung für die Anforderungen im aktuellen Umfeld von Kreditinstituten gefunden werden muss. Das Marktumfeld hat durch die Finanzkrise massive Veränderungen erfahren und zugleich wird gerade jetzt seitens der Aufsicht von den Finanzinstituten eine nachhaltige Strategie gefordert. Basel III veranlasst Banken, in Anlageklassen wie Staatsanleihen zu investieren, die zwar aus regulatorischer Sicht und zur Einhaltung der Liquiditätskennzahlen notwendig sind, aber aus Rendite-Risiko-Aspekten im aktuellen Marktumfeld nur einen geringen Mehrwert zur Ertragssteuerung einer Bank bringen.

Ein möglicher Weg, die Zielrenditen im Treasury zu erreichen, ist es, die Strategische Assetallokation einer Bank in zwei Segmente zu gliedern: Das eine Segment dient zur Erfüllung der regulatorischen Anforderungen, das andere hauptsächlich dazu, die Erträge für den Strukturbeitrag des Zinsergebnisses zu erwirtschaften. Dabei ist der Vorteil, dass man trotz der Allokation von regulatorisch erforderlichen Anlageklassen wieder mehr Handlungsspielraum für eine strategische Ausrichtung der Eigenanlage, eine Diversifizierung in der Kapitalanlage und die Erschließung zusätzlicher Ertragsquellen erreicht.

Gesucht ist somit eine Gesamtbankstrategie, die sich im Rahmen der Steuerung der Bilanzstruktur

auf den optimalen Einsatz des ökonomischen Eigenkapitals konzentriert, Verlustrisiken verringert und Risikoprämien vereinnahmt.

Zwar ist die Steuerung der Bilanzstruktur über das Kundengeschäft (z. B. Konditionensteuerung) relativ kostengünstig, jedoch vergleichsweise schwerfällig. Die Steuerung der Eigenanlagen ist hingegen einfach und schnell umsetzbar. Somit sind die Eigenanlagen im sogenannten Depot-A die geeignete disponible Masse.

Modellierung einer Assetallokation für die Eigenanlage

Im Rahmen der Ableitung einer Strategischen Assetallokation für die Eigenanlage ist eine gesamthafte Betrachtung anzustreben, um Fehlsteuerungen zu vermeiden. Für eine strategische Gesamtbanksteuerung ist es daher wichtig, die relevanten Ergebniszusammenhänge zu identifizieren. Hierzu gehört u. a. eine angemessene Modellierung des Kreditbuches. Die Spezifika der Ausfälle im Kreditportfolio können beispielsweise mit Hilfe historischer Risikokosten oder durch die Abbildung auf geeignete Corporate Bond-Spreads abgebildet werden.

Die Modellierung und Parametrisierung der relevanten Risikofaktoren, Anlageklassen und Finanzinstrumente sollte auf Basis wissenschaftlich fundierter, vielfach praxiserprobter Finanzmarktmodelle erfolgen, um Missdeutungen und Fehlentscheidungen zu vermeiden. Besonderes Augenmerk gilt den realistischen Beschreibungen der Rendite-Risiko-Eigenschaften der verschiedenen Anlageklassen in Form geeigneter Renditeverteilungen bzw. beschreibender Prozesse, wie beispielsweise Fat-Tail-Verteilungen, zeitvariabler Korrelationen und Volatilitäten. Der von risklab¹ eigens entwickelte Economic Scenario Generator kann diese empirisch vielfach nachgewiesenen Abweichungen von der Normalverteilung adäquat modellieren.

Weitere Abweichungen von der Normalverteilung entstehen auch durch regelmäßige (regelbasierte) Portfolioumschichtungen, wie sie zum Beispiel bei

¹ risklab GmbH ist der Experte für strategische Investment- und Risikomanagementlösungen von Allianz Global Investors.

Wertsicherungsstrategien, Overlay-Management oder anderen Risikomanagementstrategien erfolgen. Im Gegensatz zum üblichen Markowitz-Ansatz, bei dem die Portfoliooptimierung auf Sicht von einer Periode erfolgt, ist für eine zielführende Optimierung eines Portfolios ein mehrperiodiger und robuster Optimierungsansatz erforderlich.

All diese Erfordernisse wurden in einem intelligenten und transparenten Modellierungs- und Optimierungsansatz, der den aktuellen Marktgegebenheiten Rechnung trägt, vereinigt und dieser wurde von risklab seit mehr als zehn Jahren im Rahmen der Entwicklung von strategischen Investmentlösungen und Asset Liability-Studien eingesetzt und kontinuierlich weiterentwickelt.

Implikationen einer Optimierung der Strategischen Assetallokation

Beispiel eines durchschnittlichen Depot-A-Portfolios

Das Ausgangsportfolio ist an die durchschnittliche Allokation von 27 Kreditinstituten angelehnt, die in

der Studie „Perspektiven und Strategien für das Depot-A-Management“ der Fachhochschule des Mittelstands (FHM) befragt wurden.²

Der überwiegende Teil der Anlagen ist mit über 90% in Renten- und Geldmarktpapieren investiert, wobei die Bankanleihen, sogenannte Corporates Financial, die Anlagen der Sparkassen und Volksbanken bei ihren Zentralbanken umfassen. Aktien und Immobilien machen mit je 2% nur einen kleinen Teil des Portfolios aus (Abbildung 1).

Die erwartete langfristige Rendite eines solchen Portfolios liegt auf Basis der simulierten Szenarien³ bei 3,30% p.a. bei einer Volatilität von 3,26% p.a. Als Risikomaß wurde der Value-at-Risk über ein Jahr mit einem Konfidenzniveau von 95% gewählt. Das Downside-Risiko des Ausgangsportfolios beträgt -1,99%.

Das Ergebnis einer entsprechenden Portfoliooptimierung ist üblicherweise, dass durch die Investition in neue Risikoklassen und den Ausbau des Aktienanteils attraktive Risikoprämien

Abb. 1: Startallokation des Beispielportfolios

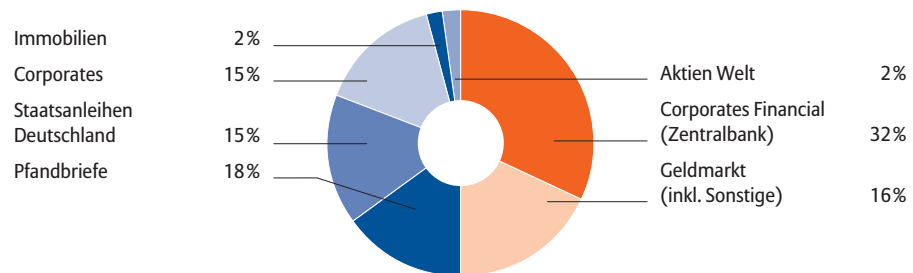
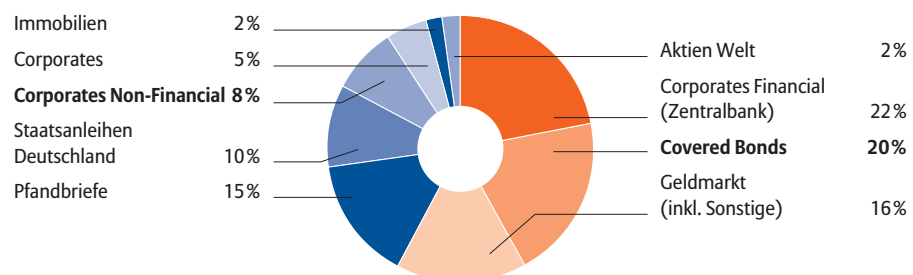


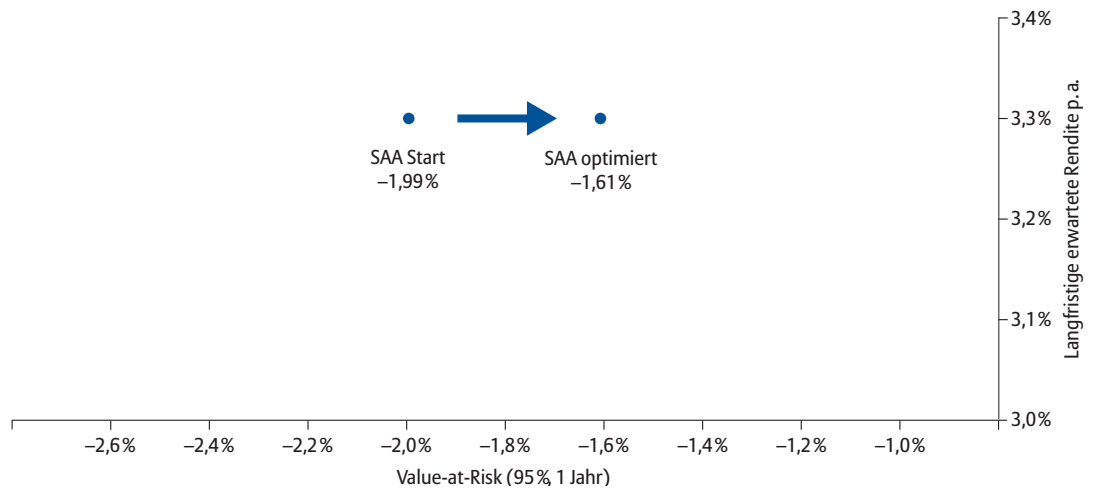
Abb. 2: Allokation des optimierten Beispielportfolios



² Kruse et al. (2010): Perspektiven und Strategien für das Depot-A-Management, Fachhochschule des Mittelstandes, Villingen-Schwenningen.

Abb. 3: Geringeres Downside-Risiko bei gleichbleibender erwarteter Rendite

Risiko-Ertrags-Profil³



vereinnahmt werden können. Im vorliegenden Fall wird als Hypothese unterstellt, dass die bestehenden Risikobudgets eng sind und keine (weiteren) Investitionen in höhervolatile Anlageklassen angestrebt sind. Dies hat zur Folge, dass die Diversifikation im Zinsbuch als Optimierungsmöglichkeit verbleibt und als zusätzliche Anlagemöglichkeiten Covered Bonds und Unternehmensanleihen aus dem Nicht-Finanzsektor (sog. Corporates Non-Financial) neu aufgenommen werden.

Im Rahmen der Optimierung wurden für die einzelnen Anlageklassen des Zinsbuches Abweichungen von 10% (Staatsanleihen Deutschland 5%) gegenüber der bestehenden Allokation zugelassen. Neue Anlageklassen wurden auf maximal 20% beschränkt.

Die neu aufgenommenen Anlageklassen Covered Bonds und Corporates Non-Financial machen mit jeweils 20% bzw. 8% in Summe gut ein Viertel des optimierten Portfolios aus, während der Anteil an Staatsanleihen, Pfandbriefen und Corporates Financial zurückgeht. Der aktive Aufbau von Corporates Non-Financial hat eine Differenzierung innerhalb der Unternehmensanleihen zur Folge, was zu deren Abbau führt (Abbildung 2, S. 19).

Während sich die langfristig erwartete Rendite mit 3,30% p.a. auf dem gleichen Niveau wie das

Ausgangsportfolio bewegt, liegt die langfristig erwartete Volatilität mit 3,06% p.a. um 20 Basispunkte unter dem Ausgangsportfolio. Des Weiteren ist der Value-at-Risk (über ein Jahr bei einem Konfidenzniveau von 95%) mit -1,61% um 38 Basispunkte besser als im Ausgangsportfolio. Durch die geschickte Nutzung des Diversifikationspotenzials, insbesondere durch die Hinzunahme neuer Anlageklassen, lässt sich somit das Verlustpotenzial der Startallokation reduzieren und Risikobudgets effizienter nutzen (Abbildung 3)³.

Fazit

Das niedrige absolute Zinsniveau in Verbindung mit den höheren aufsichtsrechtlichen Anforderungen und das höhere Risikogewicht, welches ausgewählte Risikoklassen erfahren, erschweren zunehmend den optimalen Einsatz des Eigenkapitals für Finanzinstitute.

Eine Analyse und Optimierung im Rahmen der Strategischen Assetallokation bietet die Möglichkeit, Rückschlüsse auf Risiken in bestehenden Portfolioallokationen zu ziehen und zu überprüfen, ob die vorgegebenen Zielrenditen im aktuellen Marktumfeld realistisch sind und welche Handlungsspielräume bestehen, um gegebenenfalls Anpassungen vorzunehmen, damit die Ziele des Investors erreicht werden können.

Bei engen Risikobudgets, bei denen z. B. Aktien- und High Yield-Strategien ausscheiden, bieten Unternehmensanleihen und Covered Bonds eine Alternative. Das bedeutet, dass Diversifikation auch im Zinsbuch möglich ist, u. a. durch die Investition in Spreadprodukte, damit die zusätzlichen Risikoprämien dieser Anlageklassen effizient vereinnahmt werden können.

Die im Rahmen der Strategischen Assetallokation ermittelte Portfoliozusammensetzung kann als Zielgewichtung verstanden werden, die als Benchmarkstrategie oder als aktiv gemanagtes Portfolio umgesetzt wird. Des Weiteren kann die SAA um eine Risikomanagementstrategie

(Dynamische Assetallokation) ergänzt werden, um das Downside-Risiko zu begrenzen, ohne das Ertragspotenzial signifikant einzuschränken.

Mit Hilfe des von Allianz Global Investors und risklab entwickelten Portfolio Health Check® können erste Analysen zum Risiko-Ertrags-Profil und den sinnvollen Mischungsverhältnissen im Rahmen der Assetklassenerweiterung gemacht werden. In einem weiterführenden Schritt können diese Analysen im Rahmen einer gesamthaften Betrachtung um eine individuelle robuste Portfoliooptimierung und dynamische Risikostrategien ergänzt werden.

³ Die dargestellte hypothetische Wertentwicklung sowie die Simulationen dienen ausschließlich zu Veranschaulichungszwecken und geben keine tatsächliche Wertentwicklung wieder; sie sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. **Backtestings sowie hypothetische oder simulierte Wertentwicklungsdaten** sind mit mehreren Einschränkungen behaftet, u.a. auch die nachfolgend aufgeführten:

(i) sie werden im Nachhinein ermittelt, basieren auf historischen Daten und spiegeln nicht die möglichen Auswirkungen bestimmter wirtschaftlicher und marktbedingter Faktoren auf den Entscheidungsprozess bei einem tatsächlich gemanagtem Kundeportfolio wieder. Keine hypothetische, back-testete oder simulierte Wertentwicklung kann die Auswirkung finanzieller Risiken auf die tatsächliche Wertentwicklung ausweisen.

(ii) Solche Daten spiegeln keine tatsächlichen Transaktionen wieder und können eine Bereitschaft, Verluste hinzunehmen, nicht zuverlässig nachbilden.

(iii) Die Information beruht teilweise auf hypothetischen Annahmen zu Zwecken der Modellrechnung, die für das tatsächliche Management von Portfolien möglicherweise nicht zutreffen. Es wird keine Zusage abgegeben und keine Garantie übernommen hinsichtlich der Angemessenheit der Annahmen oder hinsichtlich der Tatsache, dass alle Annahmen für die Erreichung der Renditen angegeben oder vollumfänglich berücksichtigt wurden. Veränderungen der Annahmen können signifikante Auswirkungen auf die dargestellten modellhaften Renditen haben. Die im Backtesting ermittelte Wertentwicklung weicht von einer tatsächlichen Portfoliowertentwicklung ab, da die Investmentstrategie jederzeit und gleich welchen Grundes angepasst werden kann. Investoren sollten nicht annehmen, dass sie eine den gezeigten Backtestings oder hypothetischen oder simulierten Wertentwicklungsdaten vergleichbare Wertentwicklung erfahren werden. Signifikante Abweichungen der Backtestings sowie hypothetischen oder simulierten Wertentwicklungsdaten und nachträglich erzielten tatsächlichen Ergebnissen einer Investmentstrategie sind möglich.



Dr. Christian Schmitt ist Managing Director der risklab GmbH und verantwortet den Bereich ALM, Pensions & Risk Consulting. Bevor er 2002 als Head of Portfolio Analytics zu risklab kam, war er bei der Deutschen Bank AG in Frankfurt als Chief Market Risk Officer im Risikocontrolling und Vice President Risk Management Services. Dr. Schmitt studierte Wirtschaftsingenieurwesen an der Universität Karlsruhe (TH). Anschließend war er wissenschaftlicher Mitarbeiter am Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW). Parallel hierzu hat er an der Universität Mannheim über stochastische Volatilitätsmodelle und ihre Implikationen für die Optionsbewertung und Risikomanagement promoviert. Dr. Christian Schmitt ist ein CFA Charterholder und Dozent bei der DVFA im Certified-International-Investment-Analyst(CIIA)-Programm zum Themengebiet Asset-Liability-Management.



Caroline Tschesche ist als Vice President bei Allianz Global Investors seit 2009 für die Betreuung von Banken verantwortlich und verfügt in diesem Bereich über mehrjährige internationale Berufserfahrung. Sie war zuletzt als Director bei Crédit Agricole CIB und zuvor als Vice President bei Natixis für Fixed Income-Lösungen für das Aktiv-Passiv-Management von institutionellen Kunden verantwortlich. 2003 hat Caroline Tschesche als Magistra (FH) das Diplomstudium „Internationale Wirtschaft und Management“ an der Fachhochschule Kufstein, Österreich, abgeschlossen und im Rahmen ihres Studiums ein Jahr an der Ecole Supérieur de Gestion in Paris absolviert.