

## Anlageerfolg

## WIE WICHTIG IST STRATEGISCHE ASSETALLOKATION?

Strategische Assetallokation (SAA) erklärt angeblich rund 90% des Anlageerfolgs. Studien zeigen aber, dass die generelle Marktbewegung der Haupterklärungsfaktor ist und dass aktives Management sowie SAA ungefähr den gleichen Einfluss auf die Performance haben.

Es gilt bei vielen Investoren und Praktikern als Binsenweisheit, dass die strategische Asset Allokation (SAA) – also die Wahl der Vermögensklassen und ihrer Quoten – einen überwältigend großen Einfluss auf Renditen hat. „Wissenschaftliche Studien belegen, dass 90% des Anlageerfolgs durch die Asset Allokation bestimmt werden“, weiß zum Beispiel die haus-eigene Akademie des auf ETFs spezialisierten Internetportals Just ETF unter der Überschrift „Asset Allokation: Anlagestruktur ist wichtig!“ zu berichten. Auch die Neue Züricher Zeitung schrieb vor einigen Jahren (26.05.2014) unter dem Titel: „Rezept für Anlageerfolg“, nachdem im Artikel zunächst Beispiele für aktives Management touchiert wurden: „für den langfristigen Anlageerfolg ist etwas anderes von viel grösserer Bedeutung: die strategische Asset-Allocation. Eine Studie von Brinson, Hood & Beebower ... kam zu dem Ergebnis, dass die strategische Asset-Allocation mehr als 90% zum langfristigen Erfolg des Anlageansatzes beiträgt.“ Damit wird die Ur-Quelle der 90%-These korrekt benannt. Aber die vor allem durch außeruniversitäre Finanzanalytiker erfolgende Rezeption der 90%-Hypothese – auch Brinson, Hood und der 2013 verstorbene Beebower waren bzw. sind Investoren und „Quants“ – scheint von Beginn an von Unterdifferenzierung und Missverständnissen geprägt gewesen zu sein. Jedenfalls wenn man der Argumentation von Finanzfachleuten aus dem Umfeld des CFA-Instituts folgt, die die Diskussion um die Bedeutung der Assetallokation in Auseinandersetzung mit der BHB-Studie auf eine neue Grundlage stellten. Sie zeigten, dass die Bestimmung der Erklärungsfaktoren der Erträge um einiges verwickelter ist, als viele Diskutanten zunächst dachten. Ein Survey aus dem Jahr 1998 stellte denn auch fest, dass von 50 Autoren, die sich auf die Studie von Brinson et al. bezogen, nur einer das Ergebnis korrekt interpretiert habe. Demnach lagen 98% der Autoren mit ihrem 90%-Prozent-Verständnis daneben. Das Problem lautete: was misst die Studie von BHB überhaupt mit ihrer 90%-Hypothese? Und welche

Bedeutungen kann das Assetallokation-Rendite-Verhältnis annehmen? Und welche Antworten gibt es in Abhängigkeit von diesen Bedeutungen?

### 90 Prozent – die Studie von Brinson, Hood und Beebower

1986 veröffentlichten Brinson, Hood und Beebower (im Folgenden: BHB) die von der NZZ erwähnte Studie zu den Bestimmungsfaktoren der Performance von 91 großen US-Pensionsfonds zwischen 1973 und 1986. Die Autoren differenzierten die Performance analytisch in drei Teil-Ertragskategorien: a) die langfristige strategische Assetallokation (SAA); b) Market Timing (MT), also die temporäre Über- oder Untergewichtung von Assetklassen relativ zur SAA; c) Titelselektion (TS) im Rahmen einer Anlageklasse. Die beiden Ertragskomponenten MT und TS bilden also die Effekte des aktiven Managements ab. Der Gesamtertrag eines Portfolios setzt sich dann zusammen aus den drei Ertrags-Komponenten SAA, MT und TS. BHB kamen in ihrer Studie zu dem Ergebnis, dass SAA im Durchschnitt 93,6% der gesamten Variation der Erträge erklärt, SAA und MT zusammen 95,3%, sowie SAA und TS zusammen 97,8%, so dass der zusätzliche Erklärungsbeitrag der beiden Komponenten des aktiven Managements gegenüber der SAA nur gering ist. Da in einer Folgestudie 1991 die SAA 91,5% erklärte, schloss die Gruppe um Brinson, dass durchschnittlich grob 90 % der Ertragsveränderungen auf die SAA zurückzuführen sei.

### Kritik und Missverständnisse

Die Studie von BHB wurde vielfach zitiert und kritisiert. Im Folgenden beschränken wir uns auf zwei Untersuchungen, die entscheidend zum tieferen Verständnis des Zusammenhangs von Assetallokation und Performance beitrugen. Das ist erstens der im Jahr 2000 erschienene Artikel „Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?“ von Ibbotson und Kaplan (I&K). Der zweite Beitrag ist eine 2010 unter

dem Titel „The Equal Importance of Asset Allocation and Active Management“ veröffentlichte Studie von Xiong, Ibbotson, Idzorek und Chen (Xiong et al.).

Ibbotson und Kaplan nahmen zunächst, aufbauend auf Vorarbeiten anderer Autoren, die methodischen Voraussetzungen der BHB-Studie näher unter die Lupe. Sie identifizierten zwei Hauptprobleme; das eine bezog sich auf die Rezeption der Studie, das andere auf einen Mangel der Studie selber. Das Rezeptionsproblem besteht in den bereits erwähnten, weit verbreiteten Missverständnissen in Bezug auf das, was BHB überhaupt erklärten. Das andere, studienspezifische Problem besteht darin, dass BHB den Einfluss des Marktes und der SAA konfundierten.

Um die unterschiedlichen Bedeutungen von „Ertrag“ in Bezug auf die strategische Assetallokation zu identifizieren, unterscheiden I&K drei Fälle:

- Fall a) Die Wirkung der SAA auf das durchschnittliche Ertragsniveau von Fonds.
- Fall b) Die Wirkung der SAA auf die Variation von Erträgen im Fondsvergleich.
- Fall c) Die Wirkung der SAA auf das Auf und Ab der Erträge von Fonds im Zeitverlauf.

Die meisten Investoren sind an den Fällen a) und b) interessiert. Dementsprechend wurden die Ergebnisse von BHB meistens im Sinne von a) und b) gedeutet. Das ist aber falsch. Denn BHB gaben nur eine Antwort auf Fragestellung c). In ihrer Studie von 2000 untersuchten I&K nun 94 US-Publikumsfonds und 95 Pensionsfonds, um den Einfluss von SAA und aktivem Management auf die Performance in allen drei genannten Fällen zu ermitteln.

## SAA und Renditeniveau von Fonds

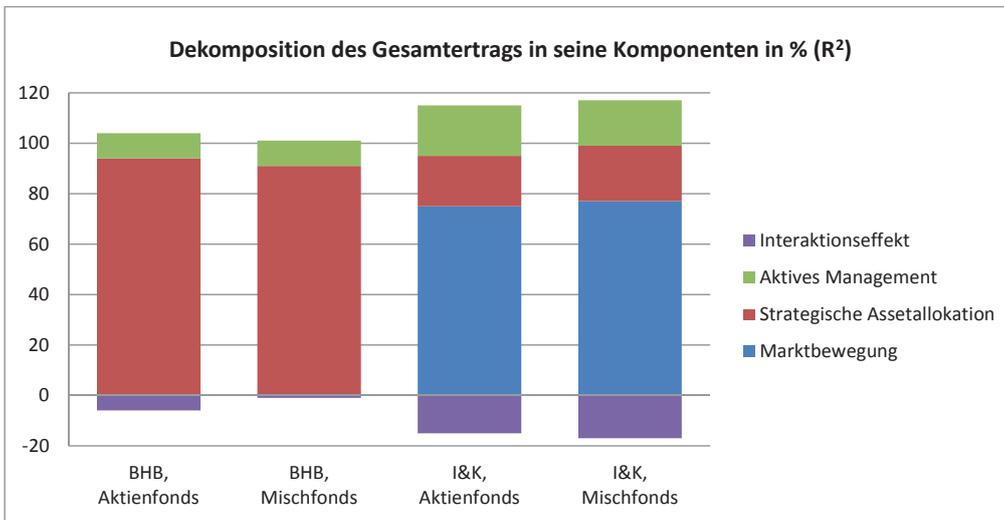
Die Antwort auf diese von BHB nicht adressierte Frage (Fall a) von I&K lautet: die SAA erklärt im Durchschnitt rund 100% des Ertrags(-niveaus) – auch wenn einzelne Fonds davon abweichen. Das empirische Ergebnis (nach Kosten, weshalb es etwas höher als 100% ist) deuten die Autoren als Ausdruck einer einfachen mathematischen Identität (vor Kosten): Da sich die Ertragseffekte des aktiven Managements auf dem Gesamtmarkt zwingend ausgleichen, d.h. die „Alphas“ über alle Portfolios sich zu Null summieren, bleibt als Erklärungsfaktor der Ertragsniveaus auf Aggregatebene nur die SAA übrig; und das ist mit den 100% gemeint.

## SAA und Variation der Renditen im Fondsvergleich

Da sich Fall b) auf den Vergleich von Fondsrenditen bezieht, wird eine Querschnittsanalyse vorgenommen. Die hier zu klärende, von BHB gleichfalls nicht gestellte Frage lautet dann, welchen Anteil die SAA an der Variation der Durchschnittsrenditen beim Vergleich der einzelnen berücksichtigten Fonds hat. I&K errechneten auf der Basis ihrer Daten, dass bei Publikumsfonds die SAA durchschnittlich 40% der Ertragsvariation erklärte, während für die restlichen 60% andere Faktoren, wie Unterschiede bei Market Timing, Titelselektion, Stil und Gebühren verantwortlich waren. Bei Pensionsfonds war der Erklärungsanteil der SAA mit 35% etwas geringer. Darüber hinaus fanden I&K heraus: Der Anteil der SAA ist umso größer, je stärker die einzelnen SAA der berücksichtigten Fonds streuen, und je geringer der Grad des aktiven Managements ist.

## SAA und Renditeveränderungen in der Zeit

Fall c) ist nun endlich die Problemstellung, die BHB mit ihrer Studie beantworten wollten: wie viel vom Auf und Ab der Erträge von Fonds im Zeitverlauf erklärt im Durchschnitt die SAA? I&K zeigten auf Basis eigener Daten im Anschluss an das Vorgehen von BHB zunächst, dass die SAA bei Publikumsfonds 81,4%, bei Pensionsfonds 88,0% der Ertragsvariationen erklärt. Der höhere Erklärungsanteil der SAA bei Letzteren ist auf das weniger aktive Management bei Pensionsfonds zurückzuführen (siehe oben). Von der Größenordnung her scheint also die I&K-Studie das 90%-Ergebnis von BHB grob zu bestätigen. In einem zweiten Schritt prüften I&K nun jedoch auch den Einfluss des Gesamtmarktes auf Performanceveränderungen. Ihre Regressionsanalyse ergab, dass Marktbewegungen mehr als 75% der Renditeveränderungen im Zeitverlauf bei Publikumsfonds erklärten. Eine von Xiong et al. (2010) durchgeführte weitere Untersuchung zu diesem Problemkomplex mit etwas verändertem Design kam auf einen Erklärungsanteil des Marktes von 80%. Die Studie von BHB weist demgegenüber keinen empirischen Marktreturn aus. BHB unterstellten offenbar implizit ein Referenzportfolio, das zu 100% aus Cash besteht, also keine Marktbewegungen mitvollzieht. Wird aber der Markteffekt mitberücksichtigt, dann erklärt er den Großteil der Ertragsvariationen in der Zeit. Dementsprechend fällt der Anteil, den die SAA erklärt, in der Studie von I&K bzw. Xiong et al. mit Werten um die 20% herum deutlich geringer aus als bei BHB – und aktives Management zieht mit SAA in etwa gleich (wobei hier noch Interaktionseffekte zu berücksichtigen sind; siehe Tabelle Seite 7).



a) Das Bestimmtheitsmaß  $R^2$  ist ein Gütemaß der statistischen Regressionsanalyse; es zeigt hier, wie viel der Variation der Erträge durch die Variablen „aktives Management“, „SAA“ und „Marktbewegung“ erklärt wird.

b) Der Interaktionseffekt erfasst Wechselwirkungen zwischen den erklärenden Variablen. Da er negativ ist, reduziert er das Bestimmtheitsmaß  $R^2$  auf 100%.

c) Darstellung wurde entnommen der Studie von Xiong et al. (2010)

## SAA und aktives Management – um den Markteffekt bereinigt

Um den dominierenden Effekt der Marktes auf die Ertragsvariation herauszurechnen, verwendeten Xiong et al. in einer Zeitreihenanalyse Überschussrenditen relativ zur Marktrendite. Bei diesem Ansatz sind Zeitreihenanalyse (Fall c) und Querschnittsanalyse (Fall b) äquivalent. Ihre Regressions-Analysen besagen nun, dass die SAA durchschnittlich ungefähr 40-50%, aktives Portfolio-Management in etwa 40-45% der Variation der Überschussrenditen erklärt. Das bedeutet, dass SAA und aktives Management grob betrachtet in etwa in gleichen Anteilen zur Variation der Erträge beitragen. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen auch Kinlaw, Kritzman und Turkington in ihrem 2017 veröffentlichten Buch „A Practitioner’s Guide to Asset Allocation“. Jedoch zeigen Xiong et al. auch, dass die Ergebnisse stark vom gewählten Zeitabschnitt – etwa weil die Streuung der strategischen Assetallokation zeitlich variiert – vom betrachteten Ausschnitt des Fondsuniversums und weiteren Faktoren abhängen. Anzumerken ist daher, dass sich die zitierten Untersuchungen auf US-Fonds beschränken.

## Schlussbetrachtung

Dass strategische Assetallokation im Durchschnitt und generell 90% der Erträge erklärt, ist nach neueren Forschungsergebnissen ins Reich der Fabeln zu verweisen. Klar wurde: Erstens kommt es auf die genaue Fragestellung an. Zweitens haben es BHB unterlassen, den Markteffekt separat zu berücksichtigen. Da dieser in den zitierten Studien drei Viertel oder mehr der Variation der Renditen erklärt, wurde die Bedeutsamkeit der SAA von BHB weit überschätzt. Die referierten Studien legen nahe, dass der Einfluss von SAA und aktivem Management auf Ertragsvariationen ungefähr gleich stark ist. Da aber die Ergeb-

nisse u.a. vom Untersuchungszeitraum oder der Fondsauswahl abhängen, ist eine Generalisierung präziser Zahlen einzelner Studien mit Vorsicht zu genießen. Es handelt sich eher um Tendenzaussagen. Eine unverrückbare „Naturkonstante“ – wie sie die populäre Rezeption der 90-Prozent-These suggeriert – gibt es hier nicht.

## WEITERFÜHRENDE LITERATUR / LINKS:

Gary P. Brinson, L. Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower (1986): [Determinants of Portfolio Performance](#)>>

Roger G. Ibbotson, Paul D. Kaplan (2000): [„Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?“](#)>>

James X. Xiong, Roger G. Ibbotson, Thomas M. Idzorek, Peng Chen (2010): [The Equal Importance of Asset Allocation and Active Management](#)>>