

# Aspekte des Portfoliomanagements



**Von Joachim Künzi**  
Leiter Portfoliomanagement  
Cosba Private Banking

**Mit dem raschen Wandel der wirtschaftlichen, rechtlichen und politischen Rahmenbedingungen haben sich auch die Anforderungen an das Portfoliomanagement im Private Banking geändert.**

Der Prozess der wirtschaftlichen Öffnung und Globalisierung hat in den letzten Jahren den Druck zur Integration der Wertpapiermärkte und grenzüberschreitenden Kooperation seitens der Marktakteure deutlich erhöht. Vor dem Hintergrund der technologischen Fortschritte im Informations- und Kommunikationsbereich sind heute markt- und unternehmensbezogene Informationen praktisch zeitgleich überall auf der Welt verfügbar. Neben den traditionellen Anlagekategorien – Geldmarkt-, Obligationen- und Aktienanlagen – kann der Investor heute auf eine grosse Vielfalt innovativer Finanz-

instrumente (Futures, Optionen etc.) zurückgreifen. Demographische Aspekte sowie die zunehmende Akzeptanz des Wertpapiersparens als Mittel der persönlichen Vorsorge haben zu einem deutlichen Anstieg der Nachfrage nach Beratungsdienstleistungen geführt.

### **Dreistufiger Anlageprozess**

Diesem Bedürfnis ist auch Cosba Private Banking nachgekommen. Der Anlageprozess gliedert sich in drei Stufen: In einem ersten Schritt wird die strategische Asset Allocation festgelegt, die die langfristige und von kurzfristigen Markterwartungen unabhängige Strukturierung des Portfolios darstellt. Diese ist auf die Bedürfnisse und Risikopräferenzen des Kunden abgestimmt und wird als Messlatte für die Bestimmung der Performance der taktischen Asset Allocation herangezogen. Zudem ist sie als Teil der Mandatsvorgabe zu betrachten. Im Rahmen dieser Mandatsvorgabe folgt in einem weiteren Schritt die Festlegung der taktischen Asset Allocation unter Beteiligung von Mitgliedern des Researchs, des Anlagekomitees sowie des Portfoliomanagements von Cosba Private Banking. Diese beinhaltet eine gesamtwirtschaftliche Lagebeurteilung mit Schwerpunkt in den Ländern der OECD, die neben wirtschaftlichen Gegebenheiten auch politische Aspekte miteinbezieht. In einem letzten Schritt erfolgt die Umsetzung durch konkrete Titel- und Anlageentscheide.

Zur analytischen Unterstützung des Anlageprozesses greifen wir auf die wichtigsten makroökonomischen Kennzahlen zurück. Neben unseren eigenen und den Analysen der DZ Bank AG, Frankfurt, stützen wir uns auf die Researchergebnisse unabhängiger Researchfirmen, internationaler Organi-

sationen (OECD, EU, IMF), Broker und nationaler Forschungsinstitute. Als weitere Informationsquellen verwenden wir Datastream, Reuters und die Finanzpresse. Konsensus-Prognosen der wichtigsten volkswirtschaftlichen Daten geben uns wertvolle Hinweise auf die Erwartungen des Marktes. Diese sind wegen der steigenden Markteffizienz zunehmend in den aktuellen Marktkursen enthalten. Unser Ziel ist es, Bereiche zu identifizieren, in denen unsere Beurteilung vom Konsensus abweicht.

### **Aktien-, Obligationen- und Devisenmarktprognosen**

Basierend auf den wichtigsten von uns prognostizierten makroökonomischen Eckdaten, wie Wachstum des Brutto-sozialproduktes, Inflationsrate, Leistungsbilanz und Wachstum der Unternehmensgewinne, erarbeiten wir quantitative Prognosen für die Entwicklung der Aktien-, Obligationen- und Devisenmärkte. Wir erhalten so Total-Return-Prognosen für die verschiedenen Finanzmärkte. Diese unterziehen wir Plausibilitätstests. Zur Verbesserung der Prognosequalität setzen wir spezifische Prognosemodelle ein, welche die Risikoprämien der verschiedenen Anlagekategorien miteinander vergleichen. Die für die Portfoliooptimierung benötigten Risiko- und Korrelationsparameter berechnen wir aufgrund der historischen Zeitreihen. Systematisch durchgeführte Trendanalysen helfen uns, auf fundamentaler Basis erarbeitete Schlussfolgerungen entweder zu bestätigen oder Bereiche aufzuzeigen, in welchen im Vergleich zum Markt Divergenzen bestehen.

Bezüglich der Obligationenmärkte werden für die Leitwährungen Euro, US-Dollar, Franken und Yen absolute Zinsprognosen erstellt. Neben unseren

# Ablauf des Anlageentscheidungsprozesses



eigenen makroökonomischen Vorhersagen analysieren wir auch Zinszyklen der Volkswirtschaft. Diese unterliegen im Konjunkturverlauf einer gewissen Regelmässigkeit. Aus der Erkenntnis, in welcher Phase des Konjunkturzyklus sich eine bestimmte Volkswirtschaft befindet, leiten wir eine Aussage über den wahrscheinlichen Zinsrendenz ab. Für die übrigen Märkte eines Währungsblocks wird die Zinsdifferenz zur Leitwährung prognostiziert. Der Prognoseprozess wird so erheblich vereinfacht.

Bei Wechselkursprognosen wird eine Kombination von technischen (Timing) und fundamentalen Indikatoren (wie den Kaufkraftparitäten) verwendet, die Über- und Unterbewertungen signalisieren. Wir sind bestrebt, uns stets im längerfristigen Trend zu positionieren. Je kurzfristiger der Anlagehorizont, desto bedeutender werden die technischen Indikatoren. Das Resultat dieses Prozesses führt zum verbindlichen Asset Mix für unsere Modellportfolios. In einem letzten Schritt werden die taktischen Anpassungen in den einzelnen Modellportfolios auf die Kundenportfolios mit ihren spezifischen Vorgaben (Normalposition / taktische Bandbreiten) abge-

stimmt. Die taktische Asset Allocation kontrollieren wir, indem wir die tatsächliche Asset Allocation mit dem Benchmark auf Länder- und Branchen- bzw. Währungsebene einerseits sowie der gewünschten Asset Allocation andererseits vergleichen.

Die erwarteten Wechselkursentwicklungen finden Eingang in die Total-Return-Prognosen für die einzelnen Anlagemärkte. Die Gewichtung der einzelnen Märkte wird grundsätzlich auf der Basis des Gesamtertrages in Euro, welcher die erwartete Währungsentwicklung einschliesst, vorgenommen. Positionen auf währungs-gesicherter Basis werden nur ausnahmsweise eingegangen. Das Währungs-Management kontrollieren wir, indem wir die tatsächliche Währungsallokation mit derjenigen des Benchmarks einerseits und der angestrebten Allokation andererseits vergleichen. Die Gewichtung der einzelnen Währungssegmente innerhalb des Obligationen-Portfolios resultiert aus dem beschriebenen Prozess der Festlegung der taktischen Asset Allocation.

Die Wahl der Duration (Kursveränderung einer Obligation bei Veränderung des Zinsniveaus) innerhalb eines Währungssegments ergibt sich in er-

ster Linie aus der Zinsprognose für den entsprechenden Markt. Für die Erreichung einer gewünschten Gesamtduration spielt die Analyse der Zinsstruktur (Verlauf der Renditekurve) eine wichtige Rolle. Die Renditekurve reflektiert die Erwartung des Marktes über das Zinsniveau in der Zukunft. Verzerrungen im Verlauf der Zinskurve sowie unübliche Renditeunterschiede innerhalb der Kurve werden bei dieser Analyse mit berücksichtigt. Das Durations-Management kontrollieren wir, indem wir die tatsächliche Portfolio-Duration pro Währungssegment mit der Duration des entsprechenden Benchmarks einerseits und der gewünschten Duration andererseits vergleichen.

Die erarbeiteten Modellportfolios und spezifische Titellisten dienen dem Portfoliomanager als Grundlage zur Strukturierung und laufenden Anpassung der Portfolios unter Berücksichtigung der individuellen Präferenzen der Kunden.

## Besondere Bedeutung der Diversifikation

Die jüngsten tragischen Vorfälle in den USA haben aus Sicht des Anlegers einmal mehr gezeigt, dass der Diversifikation eines Portfolios in der



**Jeder Erfolg hat seine Strategie.** Das Ziel ist der Erfolg und der Weg dorthin ist die Strategie. Ihr Private-Banking-Berater ist mit seiner Erfahrung Wegbereiter und als Ihr persönlicher Ansprechpartner kontinuierlicher Wegbegleiter. Zielkonformes Denken und Handeln sind die Basis, auf der Private Banking bei der Liechtensteinischen Landesbank erfolgreich aufbaut. Wenn Sie sich näher informieren möchten, senden wir Ihnen gerne ganz unverbindlich unsere Unterlagen.

Liechtensteinische Landesbank Aktiengesellschaft · FL-9490 Vaduz · Telefon +423 236 88 11 · Fax +423 236 88 22 · E-Mail llb@llb.li  
 Liechtensteinische Landesbank (Schweiz) AG · CH-8008 Zürich · Telefon +41 1 269 91 11 · Fax +41 1 269 91 22

Internet [www.llb.li](http://www.llb.li)



Vermögensverwaltung eine besondere Bedeutung zukommt. In Anlehnung an das Prinzip, dass der Anleger in Betracht latent vorhandener Finanzmarkt- und anderer Risiken nicht alles auf eine Karte setzen sollte, folgt eine Anlagepolitik dem Ziel, das zur Verfügung stehende Kapital in kleinere Anlagen aufzuteilen, die unterschiedlichen Einflussfaktoren unterworfen sind. Je mehr die einzelnen Titel von einer gleichgerichteten Kursentwicklung abweichen, umso stärker kann das Risiko eines Portfolios reduziert werden. Anders formuliert: Je geringer die Korrelation, d.h. je unterschiedlicher der Kursverlauf von zwei Anlageinstrumenten, umso ausgeprägter ist der Rückgang des Risikos, in der Statistik auch umschrieben als Volatilität eines Portfolios.

Nach den Erkenntnissen der modernen Finanzmarkttheorie lassen sich mit Hilfe einer disziplinierten Anlagestrategie die titelspezifischen (unsystematischen) Risiken eines Aktien-

portfolios soweit verringern, dass bei ausreichender Diversifikation nur noch marktspezifische Risiken verbleiben. Es zeigt sich zudem, dass mittels einer internationalen Diversifikation die Risiken eines Portfolios weiter verringert werden können. In den letzten Jahren haben vor allem die Investmentfonds als Mittel der gemeinsamen Anlage von Vermögenswerten enorme Wachstumsraten erzielt. Im Hinblick auf die zunehmende Integration der internationalen Finanzmärkte, die begleitet ist von einer hohen Zahl grenzüberschreitender Fusionen und Firmenübernahmen, haben sich die Akzente im Portfoliomanagement in den letzten Jahren etwas verschoben, weg von einer länderorientierten Betrachtungsweise hin zu einem Branchenansatz in der Allokation der Vermögenswerte.

#### **Anspruchsvolle Kunden, komplexe Anlagebedürfnisse**

Dank des forcierten Einsatzes neuester Kommunikationstechnologien sowie

technischer und mathematisch-statistischer Hilfsmittel, aber auch im Hinblick auf die zunehmende Arbeitsteilung und Unterstützung durch spezialisierte Research-Abteilungen, werden die Portfoliomanager heutzutage in die Lage versetzt, den immer anspruchsvolleren und komplexeren Anlagebedürfnissen der Kunden gerecht zu werden.