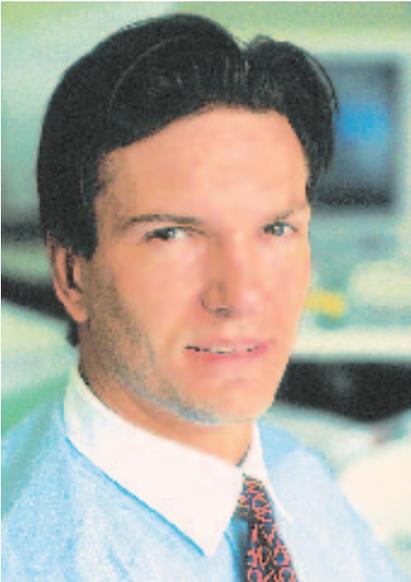


Absolute Renditen: mehr als nur ein neues Modewort



Von Alex Rauchenstein

Vizedirektor Private Banking
Centrum Bank, Vaduz

Mitarbeit: Viktor Beck, Centrum Bank
und Philip Schnedler, HSG

Seit dem Ende des Börsenbooms im März 2000 hat die Betrachtung von absoluten Renditen wieder vermehrt Beachtung gefunden, und der Schutz des Anlagekapitals steht im Vordergrund. Die letzten beiden Jahre haben erneut klar gezeigt, dass ein Privatanleger bei einem klaren Aufwärtstrend stärker in Aktien investiert und in unsicheren Zeiten mehr Sicherheit (Obligationen oder Liquidität) haben möchte. Dies ist auch der Hauptgrund für den momentanen Boom der alternativen Anlagen, deren Volumen und Medienpräsenz sich in den letzten beiden Jahren vervielfacht hat. Eine Beimischung alternativer Anlagen kann das Risiko-/Ertrag-Profil eines Portfolios verbessern. *Wir möchten jedoch darlegen, dass ein aktiver Anlagestil mit herkömmlichen Anlageinstrumenten (Aktien, Obligationen und Fonds) ebenso dem Wunsch nach absoluten Renditen Rechnung tragen kann.*

Bei einer genauen Betrachtung von Hedge Funds stellt man fest, dass meistens in sehr liquide Aktien oder Obligationen investiert wird. Sie setzen somit grundsätzlich die gleichen Instrumente ein, die ein traditioneller Vermögensverwalter auch benutzt. Der grösste Unterschied besteht oft darin, dass Hedge Funds auch Leerverkäufe tätigen (d.h. Positionen auf Termin verkaufen, ohne diese effektiv zu besitzen, mit der Absicht, sie zu einem späteren Zeitpunkt am Markt billiger zurückzukaufen) und so auch von fallenden Kursen profitieren können. Dieser letzte Punkt ist im Rahmen eines Vermögensverwaltungsauftrages aufgrund der Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung nicht möglich, da ein Leerverkauf eigentlich eine Kreditbeanspruchung widerspiegelt; reine Absicherungsgeschäfte via Optionen sind hingegen zugelassen. Eine aktive Anpassung der Aktienquote ist jedoch jederzeit erlaubt, und es ist einem Vermögensverwalter nicht untersagt, in unsicheren Zeiten einen höheren Liquiditätsanteil in einem Portfolio zu halten, was zu einer ähnlichen Begrenzung negativer Renditen führen sollte. Dies ist jedoch nur dann möglich, wenn der Vermögensverwalter bereit ist, die Liquidität aktiv als Anlagekategorie einzusetzen und somit von seinem Vergleichsmarkt (Benchmark) abzuweichen.

In der traditionellen, sogenannten modernen Finanzmarktforschung geht man davon aus, dass die Märkte effizient seien und es deshalb nicht möglich sei, Renditen zu prognostizieren. Eine aktive Bewirtschaftung der Liquiditätsquote ist somit klar in Frage gestellt worden, da ein «Markt-Timing» nicht möglich sei. Interessanterweise wird heute aus der Praxis diesem Punkt oft widersprochen, denn viele Manager alternativer Anlagen bezeichnen oft ihre «Markt-Timing»-Fähigkeiten als eine ihrer Stärken.

In der neueren Finanzmarktforschung hat die Prognostizierbarkeit von Finanzmarktrenditen in den letzten Jahren vermehrt Beachtung gefunden. Verschiedene neuere Studien von internationaler Bedeutung haben gezeigt, dass Finanzmarktrenditen zu einem gewissen Grade prognostizierbar sind. Die neuste unter ihnen, publiziert von Philip Schnedler im Magazin «Financial Markets and Portfolio Management», Nr. 1 / 2002, befasst sich genau mit diesem Thema, angepasst auf den Schweizer Aktien- und Obligationenmarkt. Schnedler ist Doktorand am Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen an der Universität St. Gallen. Die für ihn relevante Frage lautet: Kann eine aktive Strategie, die ihre Anlageentscheidungen mit Hilfe eines Prognosemodells trifft, eine passive «Buy-and-Hold»-Strategie ökonomisch signifikant schlagen?

Bei den untersuchten aktiven Portfoliostrategien handelte es sich um Modelle der taktischen Asset Allocation. Eine derartige Strategie versucht, den Markt zu schlagen, indem sie ihre Marktgewichte je nach erwarteter Rendite über- oder untergewichtet. Solche Strategien werden auch als «Markt-Timing» bezeichnet. In den verschiedenen Modellen wurden bis zu zehn Faktoren berücksichtigt. Die meisten werden heute in der Praxis bereits verwendet, so die Zinsdifferenzen verschiedener Laufzeiten, die Dividendenrendite, das Kurs-/Gewinn-Verhältnis, die Zinsdifferenz unterschiedlicher Schuldnerqualitäten und die Veränderungen des Ein-Monats-Zinssatzes.

Verglichen wurden diese Strategien mit einer «Buy-and-Hold»-Strategie, die immer gleich investiert war. Als Betrachtungszeitraum wurde die Periode vom Januar 1988 bis Mai 1999 ausgewählt, wobei der Zeitraum Januar 1984 bis Dezember 1987 ebenfalls Grunddaten für die erste Schätzung vom Januar 1988 lieferte.

Performancevergleich für den Aktienmarkt

	Überschussrendite und Risiko			
	Mittelwert	Standardabweichung	Sharpe Ratio	VR
Buy-and-Hold: Aktien	13,60%	17,46%	0,77	1
TAA-Strategien: Aktien				
Modell 2 (6 Instrumente)				
ohne TAK	14,58%	13,84%	1,05	1,02
mit TAK1	14,34%	13,84%	1,04	1,01
mit TAK2	13,39%	13,86%	0,97	0,97

Performancevergleich für den Obligationenmarkt

	Überschussrendite und Risiko			
	Mittelwert	Standardabweichung	Sharpe Ratio	VR
Buy-and-Hold: Bonds	0,87%	4,28%	0,20	1
TAA-Strategien: Bonds				
Modell 3 (10 Instrumente)				
ohne TAK	3,37%	2,31%	1,45	1,26
mit TAK1	3,05%	2,32%	1,31	1,22
mit TAK2	1,79%	2,45%	0,73	1,09

Mittelwerte (Rendite) und Standardabweichungen (Risiko) sind in annualisierter Form angegeben. Das Sharpe Ratio zeigt das Rendite-/Risiko-Verhältnis. VR steht für Vermögens-Ratio. Er berechnet sich wie folgt: Endvermögen aktive Strategie / Endvermögen passive Strategie. Für beide Strategien wird ein Anfangsvermögen von 1 unterstellt. TAK1 repräsentiert Transaktionskosten von 0,1% pro Transaktion; TAK2 repräsentiert Transaktionskosten von 0,5% pro Transaktion. TAA = taktische Asset Allocation.

Interessant ist vor allem die Betrachtung des Verhältnisses Rendite/Risiko, welches beim Aktienmarkt, inklusive Transaktionskosten von 0,5%, wohl eine geringere Rendite von 13,39% gegenüber 13,60% pro Jahr aufweist, diese jedoch mit einem viel tieferen Risiko von 13,86% im Vergleich zu 17,46% erzielt (entsprechend einem Sharpe Ratio von 0,97 gegenüber 0,77).

Beim Obligationenmarkt schneidet das Modell, inklusive Transaktionskosten von 0,5%, bei erzielten Renditen von 1,79% im Vergleich zu 0,87% und beim eingegangenen Risiko mit 2,45% gegenüber 4,28% besser ab (Sharpe Ratio von 0,73 im Vergleich zu 0,20). Diese Ergebnisse dokumentieren, dass Aktienmarkt- und Obligationenmarktrenditen in der Schweiz mit Hilfe beobachteter Variablen stati-

stisch signifikant prognostiziert werden konnten. Die Resultate stehen im Einklang mit einer Reihe früherer Studien zu diesem Thema. Der betrachtete Zeitraum von bisher elf Jahren ist allerdings etwas kurz.

Schlussfolgerung und Umsetzung

Die neuere Finanzmarktforschung beschreitet im Vergleich zur traditionellen Theorie einen anderen Weg. Die Anwendung relativ einfacher Modelle zeigt vielversprechende Resultate in der taktischen Asset Allocation. Unserer Meinung nach ist dies ein klares Indiz für die Stärke eines aktiven Anlagestils, der speziell für Privatanleger umgesetzt werden sollte. Denn aktuelle Umfragen haben aufgezeigt, dass Privatkunden ihre Rendite mit dem Zinssatz des Bankkontos und nicht mit der Kursentwicklung eines Aktien- oder Obligationenmarkt-Portfolios vergleichen. Sie sind oft nicht an einer relativen Performance interessiert, sondern eben an absoluten Renditen.

Um diesem Wunsch Rechnung zu tragen, hat die Centrum Bank für ihre Kunden grosszügige Bandbreiten für Strategie und Taktik gewählt. Die strategische Aktienquote eines reinen Aktienportfolios liegt derzeit bei 60% (von max. 100%), die taktische Aktienquote bei 55% (s. Grafik). Aus unserer Sicht ist dies ein geeigneter Anlagestil für Privatanleger, denn diese können es sich leisten, in unsicheren Zeiten mehr Liquidität zu halten. ■

Bandbreiten für die taktische Asset Allocation

