

# Passiv macht aktiv: ETFs erleichtern das Portfoliomanagement

«Aktiv oder passiv?» – lautete lange Zeit eine Glaubensfrage im Asset Management. Inzwischen hat sich dieser Gegensatz überholt. Vielmehr machen Kosteneffizienz und Liquidität ETFs zu einem wichtigen Instrumentarium, um aktive Strategien umzusetzen. Wie sehr ETFs mittlerweile als Instrumente begriffen werden, um Zusatzrenditen zu erzielen und Marktchancen taktisch zu nutzen, verdeutlichen die hohen Handelsumsätze: Im 1. Quartal 2011 wurden so beispielsweise im iShares S&P500, dem grössten europäischen ETF, mehr als 870 Mio. Franken an der SIX Swiss Exchange pro Tag gehandelt<sup>1)</sup>. ETFs eignen sich zur Umsetzung einer strategischen und taktischen Asset Allocation, für Sektoren-Strategien, als Ersatz für Derivate und zahlreiche weitere Ansätze. Nicht zuletzt wird eine intensivere Nutzung für die verschiedenen strategischen Ansätze das künftige Wachstum von ETFs stützen.



*Von Dr. Christian Gast  
Leiter iShares Schweiz*

## **Strategische und taktische Asset Allocation mit ETFs**

Bei Anlageentscheidungen von Privatanlegern stehen ETFs und aktiv gemanagte Fonds vielfach noch in direkter Konkurrenz zueinander. In institutionellen Portfolios werden sie dagegen verstärkt als sich ergänzende Instrumente verstanden. So lässt sich das Herzstück des Portfoliomanagements, die strategische Asset Allocation, nur noch schwer ohne die börsengehandelten Indexfonds vorstellen. Die Aufteilung über verschiedene Anlageklassen

und Märkte bestimmt Rendite und Risiko des Portfolios. Mehr als 90% der Renditeschwankungen werden so in wissenschaftlichen Studien der Auswahl und Gewichtung der einzelnen Märkte und Anlageklassen zugeschrieben. ETFs helfen in der strategischen Asset Allocation eine breitere Diversifikation umzusetzen und damit das Risiko-/Rendite-Profil des Portfolios zu verbessern. Mit Hilfe der Indexfonds lassen sich aktiv gemanagte und passive Positionen in sogenannten Core-Satellite-Strategien kombinieren. Dem Portfolio lassen sich Positionen in Märkten und Anlageklassen kosteneffizient beimischen, in denen die Port-

foliomanager keine Ressourcen oder nicht die notwendigen Marktkenntnisse für eine Outperformance haben. Die Portfoliomanager können ihre Ressourcen und ihr Research auf die Märkte und Anlageklassen konzentrieren, in denen sie die grössten Erfolgsaussichten haben, und gleichzeitig von einer breiten Diversifizierung ihres Portfolios profitieren.

## **Risiken trennen, Alpha erzielen**

Die hohe Liquidität und günstigen Handelskosten der ETFs kommen Investoren jedoch vor allem bei der taktischen Asset Allocation, also der Anpassung des Portfolios an die jeweilige kurzfristige Markteinschätzung, zugute. Die Spreads der führenden Indexfonds beispielsweise auf wichtige Benchmarks wie DAX, Euro Stoxx 50 oder S&P 500 betragen zumeist weniger als 25 Basispunkte. Die Folge: Investoren können ihr Portfolio jederzeit taktisch neu auf sich verändernde Marktaussichten ausrichten. Da die meisten Indexfamilien modular aufeinander aufbauen, lassen sich die Positionen in den einzelnen Märkten über ETFs exakt steuern. Beispielsweise können über Indexfonds auf die verschiedenen Indizes für einzelne Emerging Markets die Gewichtungen der einzelnen Länder entlang der jeweiligen makroökonomischen Faktoren gesteuert werden; so kann bewusst von dem nach Marktkapitalisierung gewichteten

Benchmark MSCI Emerging Markets abgewichen werden.

### Konjunkturzyklen ausnutzen

Neben der Steuerung der Positionen in einzelnen ausgewählten Ländern greifen immer mehr Investoren auf ETFs zurück, um die Konjunkturzyklen einzelner Branchen auszunutzen. Da unterschiedliche makroökonomische Faktoren die Entwicklungen der Branchen beeinflussen, unterscheidet sich ihre Wertentwicklung teilweise erheblich. Während beispielsweise europäische Industriegüter und -dienstleistungen im vergangenen Jahr um 26,8% zulegen, da sie besonders von der wieder anziehenden Konjunktur profitierten, gewannen Unternehmen aus der weniger konjunkturabhängigen Gesundheitsbranche lediglich 1,9% hinzu<sup>2)</sup>. Die unterschiedliche Wertentwicklung der einzelnen Sektoren verdeutlicht, wie sich durch geschickte Verschiebung der Branchengewichtung im Portfolio Zusatzrenditen gegenüber dem Gesamtmarkt erzielen lassen. Hinzu kommt: Auf Branchen-Basis lässt sich vielfach genauer als für den Gesamtmarkt prognostizieren, wie sich makroökonomische Entwicklungen auswirken. Zudem fallen die Kursausschläge in der Regel höher aus. Solche Sektor-Rotations-Strategien bieten daher einem aktiven Portfoliomanagement vielversprechende Möglichkeiten für eine Outperformance des Marktes. So verfolgen bereits mehrere Dachfonds-Konzepte diese Strategien.

### Alternative zu Derivaten

Die börsengehandelten Indexfonds haben aufgrund ihrer guten Handlungseigenschaften anderen Finanzinstrumenten wie Futures bereits den Rang in der Umsetzung solcher Strategien abgelaufen. Das in den ETFs auf die Stoxx 600 Branchen verwaltete Vermögen ist mit 10,8 Mrd. US\$ mehr als doppelt so hoch wie der «open interest» in entsprechenden Sektoren-Futures<sup>2)</sup>. Der Trend, Futures und andere Derivate im Portfoliomanagement durch ETFs zu ersetzen, gilt nicht allein für die Abbildung einzelner Industrien sondern auch für zahlreiche Märkte. Dank des breiten Produktangebots sind Investoren über ETFs

## Faktoren zur Bestimmung der Gesamtperformance von ETFs

**Jeder ETF ist einzigartig, so dass Investoren jedes Produkt einzeln genau betrachten und sämtliche Faktoren verstehen müssen, welche Kosten, Qualität und letztendlich die Gesamtperformance des ETFs beeinflussen:**

1. *Exposure und Tracking-Effizienz:* Je niedriger die Tracking-Differenz, desto geringer die Abweichung vom Benchmark und desto höher die Tracking-Effizienz.
2. *Gesamtkosten:* Anleger sollten neben der Gesamtkostenquote (TER) auch die Geld-Brief-Spannen, Kommissionen für Kauf/Verkauf von ETFs, allfällige Stempelsteuern oder andere steuerliche Effekte in Abhängigkeit vom Domizil oder der Konstruktionsweise des ETFs in die Bewertung integrieren.
3. *Liquidität:* Je höher die Liquidität bzw. das Handelsvolumen, desto enger die Geld-Brief-Spannen und desto niedriger die Transaktionskosten für sämtliche Anleger und Handelsvolumen.
4. *Struktur:* Je nach ETF-Struktur müssen sich Investoren verschiedene Fragen stellen: Während bei replizierenden ETFs die Art der Nachbildung genauer betrachtet werden sollte, stehen bei Swap-basierten ETFs Fragen bezüglich Kontrahentenrisiken, Sicherheiten und Preismechanismen im Vordergrund.
5. *Erfolgsbilanz des Fondsmanagers:* Erfahrung eines ETF-Managers ist ausschlaggebend für die Minimierung des Tracking-Errors, die Liquidität, die Steuereffizienz sowie die Transparenz für Investoren, unabhängig von den Marktbedingungen.

weitaus mehr Märkte liquide zugänglich als über Futures. Die hohe Qualität in der Abbildung der einzelnen Märkte und der geringe Tracking Error sprechen ebenfalls für ETFs. Sie bieten Investoren darüber hinaus höhere Sicherheit bei Zins- oder Dividendenzahlungen. Anleger profitieren mit ihnen in vollem Umfang von den tatsächlichen Erträgen, während sich die Futures-Kurse an den erwarteten Auszahlungen orientieren und es daher zu Abweichungen kommen kann.

Während der Einsatz von Derivaten für einige Investoren aus regulatorischen Gründen nicht möglich ist, bestehen diese Einschränkungen für Indexfonds nicht – was die Möglichkeiten für ein aktives Management erweitert. Beispielsweise lassen sich über ETFs Markt- und Unternehmensrisiken trennen. Haben etwa Versorger aufgrund der Ergebnisse der Unternehmensanalyse des Investors ein überdurchschnittliches Gewicht im Aktienportfolio, können Investoren über Short-Positionen in einem ETF auf die Versorger-Branche die industrietypischen Risiken reduzieren. Im Ergebnis steigen hierdurch die unternehmensspezifischen Risiken. Damit verbessert sich die Möglichkeit, eine Zusatzrendite gegenüber dem Markt, also das viel beschworene Alpha, zu erzielen.

Die Short-Positionen in ETFs lassen sich dank eines funktionierenden Marktes für Wertpapierleihe umsetzen. In den USA werden bereits kontinuierlich rund 10% der ETF-Anteile short gehalten<sup>1)</sup>, während in Europa bei vielen ETFs aktuell die Nachfrage noch höher als das Angebot zur Wertpapierleihe ist.

Mehr als 10 Jahre nach dem Listing der ersten ETFs in Europa sind ihre Möglichkeiten noch lange nicht ausgeschöpft. Das Ausmass der Innovationen durch die Indexprodukte zeichnet sich erst jetzt in ihren vielfältigen Anwendungsmöglichkeiten für ein aktives Portfoliomanagement ab. Die Indexfonds werden dabei künftig weniger in Konkurrenz zu einem aktiven Management treten, als vielmehr zu einem unverzichtbaren Instrument für dieses werden. Künftig wird es daher immer häufiger heissen: Passiv macht aktiv – und ermöglicht damit auf Portfolioebene die erwünschten Zusatzerträge.

1) Quelle: SIX Swiss Exchange

ETF Quarterly Statistics; 1. Quartal 2011

2) Quelle: BlackRock, ETF Landscape Industry Highlights Year-End 2010; Januar 2011

[christian.gast@blackrock.com](mailto:christian.gast@blackrock.com)

[www.blackrock.com](http://www.blackrock.com)

[www.ishares.ch](http://www.ishares.ch)