

Gewinn- und Verlustrechnung sind keine symmetrischen Rechnungen

In Phasen steigender Kurse sind sich Marktteilnehmer ihrer Risikoaversion nicht immer bewusst. Die Angst, «etwas verpassen zu können», verleitet rational denkende Investoren zu irrationalen Entscheidungen. Sie gehen Risiken ein, die nicht mit ihren eigentlichen Zielen vereinbar sind, und lassen ausser acht, was das Eintreffen des schlimmstmöglichen Szenarios eigentlich bedeutet. Verluste zu tragen ist weitaus schmerzhafter, als Gewinne nicht zu erzielen.



Von Alfonso Papa
Head Business Development
Switzerland, Allianz Global Investors
Europe GmbH, Zürich

Was bedeutet eigentlich «Risiko»?

Indexbezogene «long-only» Investments definieren Risiko in relativer Form, sprich als Tracking Error. Der Tracking Error kann als Risiko gesehen werden, die durchschnittliche Outperformance gegenüber dem Vergleichsindex nicht zu erreichen. Indexnahe Produkte weisen demnach keinen (oder, genauer gesagt, nur einen marginalen) Tracking Error auf. Aktiv verwaltete Portfolios gehen bewusst «Wetten» ein und weichen mehr oder weniger stark von der Zusammensetzung einer passiven Abbildung der Märkte ab. Absolut betrachtet, wird das Risiko einer Investition mit der Volatilität der erzielten Renditen ausgedrückt, an der sich der Anleger bei

seinen Investitionsentscheidungen in der Regel orientiert. Vordergründig erlaubt ihm ein langfristiger Anlagehorizont, risikoreichere Anlagen zu tätigen, da über längerfristige Anlageperioden kurzfristige Schwankungen eine untergeordnete Rolle spielen. Allerdings werden bei dieser Betrachtung zwei grundlegende Punkte missachtet: Erstens folgen Renditeergebnisse selten einer Normalverteilung und zweitens können kurzfristige grössere Wertverluste die anvisierten Durchschnittsrenditen schlechthin zunichte machen.

Betrachten wir nun aus Sicht eines Schweizer Investors mit in Franken realisierten Renditen die in Portfolios typischerweise vertretenen Anlageklassen: Aktien Schweiz, Aktien global, Obligationen Schweiz, Obligationen global. Die Anlageklassen werden in einem ersten Schritt durch Indizes, also passive Anlagen, wie in der nebenstehenden Tabelle, repräsentiert. Die Analyse basiert auf monatlichen Renditen vom 31.12.1998 bis zum 31.1.2008. Uns interessiert weniger, wie die Performanceentwicklung seit dem 31.12.1998 war, als vielmehr, wie sich unterschiedliche Halteperioden über 1, 3 und 5 Jahre entwickelt haben. Zum Beispiel hätte ein Investor bei einem Anlagehorizont von einem Jahr 98 Chancen wahrnehmen können, in die Indizes zu investieren, um ein Jahr lang die Anlage passiv zu halten. Über 3 Jahre messen wir entsprechend 74, während über 5 Jahre noch 50 unterschiedliche Halteperioden zu verzeichnen sind. Die Tabelle umfasst für jeden Index über die jeweils angegebene Pe-

riodenlänge vier Werte, beginnend in der linken oberen Ecke mit der durchschnittlichen annualisierten Performance, gefolgt im Gegenuhrzeigersinn von der Häufigkeit negativer Ergebnisse (in Prozenten), der kleinstmöglichen und am Schluss der maximal erzielten Performance.

Zwei Gedanken drängen sich auf: Wie setze ich als Anleger sinnvoll aktives Assetmanagement ein und wie schlimm ist eigentlich schlimm? Ein Investor, der die schlechteste 1-Jahres-Periode im Swiss Performance Index erwischt hat (er investierte am 31.3.2002 und verzeichnete am 31.3.2003 einen Verlust von -37%), musste fast bis Ende Mai 2005 an der Investition festhalten, um gerade mal 0% über drei Jahre erwirtschaften zu können, sprich keinen Verlust zu realisieren. Tatsächlich wäre der Einfluss der negativen 1-Jahres-Periode auf die Haltedauer von 3 Jahren noch gravierender ausgefallen, da Kosten und entgangene Verzinsung der Gelder in der Rechnung noch nicht berücksichtigt sind. Ein weiteres Beispiel ist die Investition über 5 Jahre in Obligationen inländischer Schuldner. Über 3 und 5 Jahre konnte der Investor mit einer Rendite von durchschnittlich rund 4% pro Jahr rechnen. Dabei hätte er keine negative Rendite erzielt, allerdings ohne Berücksichtigung der Kosten. Ein Investor wäre über 1 Jahr gemessen in gut 25% der Fälle dennoch mit negativen Renditen konfrontiert gewesen.

Die typischerweise auf Factsheets publizierten Volatilitäten über 3 oder 5 Jahre suggerieren dem Anleger ein weniger dramatisches Bild. Ein Beispiel: Per 31.1.2008 liest der Investor für den Swiss Performance Index TR über 5 Jahre gemessen eine durchschnittliche Jahresperformance von gut 15% bei einer Volatilität von ca. 12%. Der maxi-

Durchschnittsrenditen und Verlustpotential in unterschiedlichen Halteperioden

Annualisierte Renditen in CHF 31.12.1998–31.1.2008, monatlich, in %	1 Jahr rollend		3 Jahre rollend		5 Jahre rollend	
Swiss Performance Index TR	7.7	45.2	4.7	28.8	3.9	16.8
	30.6	-36.8	50.0	-17.2	46.0	-3.7
MSCI World TR USD	4.5	46.1	0.5	22.6	-0.1	14.4
	32.7	-38.8	50.0	-23.5	62.0	-9.0
Swiss Bond Index Domestic TR	3.2	11.3	4.1	7.6	4.1	6.1
	24.5	-4.8	0.0	0.6	0.0	1.7
Lehman Global Aggregate Bond TR	2.8	14.7	2.0	6.5	1.8	3.6
	32.7	-7.2	16.2	-2.3	4.0	-0.3
Legende	Durchschnitt		Maximal			
	Häufigkeit negativ		Minimal			

male Verlust in den vergangenen 5 Jahren schlug jedoch mit 19% zu Buche.

Gewinn- und Verlustrechnung

Die eigene Gewinn- und Verlustrealisierung nimmt der Investor als asymmetrische Rechnung wahr. Der Tracking Error ist als Steuerungsinstrument für ein aktiv verwaltetes Portfolio gegenüber einem bestimmten Benchmark gedacht. Je grösser der Tracking Error ist, desto grösser fällt das Risiko aus, die Performance des Benchmarks nicht zu erreichen. Dies gilt für negative wie für positive Marktentwicklungen. Der Investor will negative Marktphasen meiden und gleichzeitig in positiven Marktphasen investiert sein. Anders gesagt, ist er bereit, in negativen Marktphasen einen grösseren Tracking Error in Kauf zu neh-

men. So gesehen, ist das Risiko eines Investors weder eine relativ zu einem Index gemessene Positionierung noch eine geschätzte absolute Volatilität. Der effektive Verlust des investierten Kapitals stellt das eigentliche Risiko dar. Dieses Risiko ist bedingt durch die Wahrscheinlichkeit der Realisierung und die maximale Grösse des Verlusts.

Denken Sie positiv!

Die Grafik unten zeigt die Resultate einer von RCM Asia Pacific verwalteten Anlagestrategie (Fonds) im Raum Asia/Pacific, nach Kosten, im Vergleich zum MSCI AC Asia Pacific TR USD (Benchmark). Dabei berücksichtigt die Messung Entwicklungen vom 31.3.1988 bis zum 31.1.2008 auf monatlicher Basis und teilt diese in Halteperioden von 1, 2, 3, 4, 5 und 6 Jahren,

die jeweils monatlich gerollt werden. Wir messen demnach 227 1-Jahres-Perioden, 215 2-Jahres-Perioden etc. Die Strategie war in der Lage, jeweils in 81%, in 90%, in 95%, in 97% und ab 5-Jahres-Perioden in 100% der Fälle den Benchmark zu schlagen. Die Grafik drückt aber einen interessanteren Aspekt aus: War das passive Investment lediglich in der Lage, in ca. 50 bis 60% der Fälle positive Erträge zu generieren, lieferte die Strategie wesentlich bessere Resultate. Tatsächlich konnte der Investor ab einem Anlagehorizont von 6 Jahren in jeder Periode auf positive Erträge zurückblicken.

Bei der Auswahl der Strategie und des Assetmanagers sollte nicht nur die Überrendite im Vordergrund stehen, sondern die Entwicklung der absoluten Ergebnisse. Aktives Portfoliomanagement bedeutet in erster Linie die bewusste und rationale Verwaltung des Risikobudgets. Der Anleger muss sich über seine Verpflichtungen im klaren sein und seine Anlageentscheide danach ausrichten. Das so definierte Risikobudget ist entsprechend den Zielvorgaben einzusetzen. Sich passiv den Marktgeschehnissen auszusetzen ist vergleichbar mit sich den Winden und Strömungen im offenen Meer hinzugeben, um den Ozean überqueren zu wollen. Ein untragbares Risiko! Der Investor sollte positiv denken, aber nicht naiv hoffen. Er muss Strategien mit einem zu hohen Anteil an negativen Resultaten meiden und sein Risikobudget aktiv verwalten lassen.

www.allianzglobalinvestors.ch

Anteil positiver Performanceresultate in USD

31.3.1988 – 31.1.2008

