

Weniger Restriktionen = Mehr Rendite

Wir befinden uns in Zeiten tiefer Renditen. In den ersten beiden Monaten des Jahres 2008 hat der SPI Index $-10,6\%$ verloren. Der Schweizer Obligationenindex konnte eine magere Rendite von $+0,9\%$ erzielen. Seit der Jahrtausendwende betrug die Rendite des SPI Index nur $+2,6\%$ pro Jahr. Der Obligationenindex kam auf $+3,3\%$ pro Jahr. Mit solchen Renditen ist es schwierig, ausreichend für eine komfortable Pensionierung vorzusorgen. Zudem haben die Pensionskassen Schwierigkeiten, über die vorgegebene Mindestrendite hinauszukommen. Was kann der Anleger tun?



Von Dr. Magne Orgland (rechts)
Geschäftsführender Teilhaber
Wegelin & Co. Privatbankiers

und Daniel Leveau (links)
Teilhaber
Wegelin & Co. Privatbankiers

Unnötige Restriktionen schmälern die Rendite

Tatsache ist, dass viele Anleger – bewusst oder unbewusst – ihre Ertragschancen mit unnötigen Restriktionen erheblich vermindern. Im Aktienbereich ist es z.B. üblich, die Aktien des Heimatlandes stark überzugewichten.

Schweizer Pensionskassen investieren oft bis zu 50% der Aktienquote im Inland. Dies, obwohl die Gewichtung des MSCI Switzerland im MSCI World Index nur 3% beträgt. Schweizer Pensionskassen sind demzufolge im heimischen Markt zu 1500% übergewichtet. Im Fachjargon wird dieses Phänomen als «Home Bias» bezeichnet. Ein weiteres Beispiel für unnötige Restriktionen ist in den globalen Aktienmandaten anzutreffen. Anlagen in den Emerging Markets sind oft nicht erlaubt, oder die Standardabweichung der Differenzrendite zwischen dem Portfolio und dem MSCI World Index

(der sogenannte Tracking Error) darf beispielsweise nicht mehr als 2% betragen. Restriktionen sind mit Opportunitätskosten verbunden. Würde ein Anleger die Restriktionen beibehalten, wenn er weiss, dass sie die Rendite um einen Prozentpunkt pro Jahr schmälern? Ein Prozentpunkt pro Jahr entspricht 35% weniger Kapital nach 30 Jahren. Gut ein Drittel weniger Geld bei der Pensionierung infolge Restriktionen, ist das verhältnismässig?

Globale Aktienstrategien rentieren besser als regionale Ansätze

Das amerikanische Research-Unternehmen Russell Investment Group hat die Auswirkungen der Restriktionen in einer Studie untersucht. Analysiert wurde, welche Vermögensverwalter am meisten Überrendite (Alpha) produzieren. Die Ergebnisse zeigen klar, dass Vermögensverwalter mit einem globalen Ansatz weitaus mehr Alpha generieren als Vermögensverwalter, die sich auf Aktien innerhalb einer bestimmten Region fokussieren. Trotzdem ist es nach wie vor üblich, dass die Vermögensverwaltungsmandate pro Region vergeben werden.

Der Grundsatz der aktiven Vermögensverwaltung

Bisher wurde aufgezeigt, dass unnötige Restriktionen sowohl intuitiv wie auch empirisch die Rendite schmälern. Uns fehlt noch die theoretische Grundlage. Die Information Ratio (IR) misst, wieviel Überrendite oder Alpha eine Anlagestrategie pro Prozentpunkt Tracking Error generiert. Je höher die Information Ratio, umso besser die Strategie. Der Grundsatz der aktiven Vermögensverwaltung («Fundamental Law of Active Management») besagt,

dass die Information Ratio einer Anlagestrategie aus dem Information Coefficient (IC), multipliziert mit der Wurzel des Breadth (BR), hergeleitet werden kann ($IR = IC \times \sqrt{BR}$).

Der Information Coefficient misst die Güte der Prognosen des Vermögensverwalters. Die Kennzahl zeigt, inwieweit die ausgewählten Aktien oder Anlagen des Vermögensverwalters überproportional steigen. Die Breadth der Strategie ist die Anzahl unabhängiger Prognosen oder Wetten pro Jahr. Ein Vermögensverwalter, der die rund 2000 Aktien im MSCI World Index einmal pro Jahr bewertet, hat eine Breadth von 2000. Falls er das Aktienuniversum auf 8000 Aktien vergrössert, vervierfacht sich seine Breadth. Bei konstantem Information Coefficient verdoppelt sich auch die Information Ratio. Dies kann die Rendite um einige Prozentpunkte pro Jahr verbessern.

Active Indexing® Strategie als Beispiel

Ein konkretes Beispiel veranschaulicht diese theoretischen Überlegungen. Wegelin & Co. Privatbankiers haben 2001 eine neuartige Anlagestrategie, «Active Indexing®», entwickelt. Sie wird «Active» genannt, weil das Portfolio bei Bedarf regelmässig aktiv umgeschichtet wird. «Indexing» wird sie genannt, weil die Umsetzung durch breit diversifizierte, kostengünstige Aktienindexinstrumente erfolgt. Das Anlageuniversum der Active Indexing® World Strategie besteht aus den gleichen Märkten wie dasjenige des MSCI World Indexes. Das Active Indexing® World Portfolio wird mit Hilfe von quantitativen, faktenbasierten Modellen verwaltet. Die 16 grössten und liquidesten Aktienmärkte des MSCI World Index sowie die 10 globalen MSCI-Branchen werden dabei monatlich anhand von zwei unabhängigen Modellen analysiert. Die Breadth beträgt somit $26 \times 12 \times 2 = 624$. Seit ihrer Einführung im Dezember 2001 konnte die Active Indexing® Strategie eine kumulierte Rendite in CHF von +80,3% liefern. Im gleichen Zeitraum betrug die Rendite des MSCI World Index +3,0%. Die Active Indexing® Strategie konnte somit die Benchmark um +77,3% übertreffen (+9,4% pro Jahr).

Renditevergleich Active Indexing® Strategien – MSCI World

Indiziert in CHF, Bruttorenditen in CHF



Active Indexing® World basiert ab 12/2001 bis 02/2008 auf der Bruttorendite eines repräsentativen, effektiv investierten Portfolios. Active Indexing® All Country World basiert auf demselben Modell wie Active Indexing® World. Seit Ende 2007 wird Active Indexing® All Country World mittels eines repräsentativen, effektiv investierten Portfolios umgesetzt. Quelle: Bloomberg, Wegelin & Co.

Aufhebung der Restriktionen erhöht die Rendite

Obwohl die Ergebnisse der Active Indexing® Strategie in den letzten Jahren hervorragend waren, stellt sich die Frage, ob die Überlegungen zu den Restriktionen nicht auch die Active Indexing® Strategie weiter verbessern könnten.

Der MSCI All Country World Index enthält mit 48 Ländern etwa doppelt so viele Länder wie der MSCI World Index. Was würde passieren, wenn der erprobte Active Indexing® Motor auf dieses grössere Universum angewendet wird? Die neue Active Indexing® All Country Strategie analysiert 48 Ländermärkte und die 10 globalen Sektoren monatlich anhand zweier unabhängiger Modelle. Die Breadth beträgt neu $58 \times 12 \times 2 = 1392$, während sie bei der traditionellen Active Indexing® World Strategie 624 ausmachte.

Die obenstehende Grafik zeigt in eindrücklicher Weise das Potential von weniger Restriktionen. Die Active Indexing® All Country Strategie kommt seit Dezember 2001 auf eine sehr beeindruckende Rendite von jährlich +32,4%. Sowohl die Rendite von Active Indexing® World (+9,9% pro Jahr), als auch der MSCI World Index (+0,5% pro Jahr) konnten übertroffen werden. Zudem verbesserte sich die oben beschriebene Information Ratio stark (von 1,4 auf 2,5). Dies beweist, dass es lohnenswert ist, unnötige Restriktionen aufzuheben.

Nicht nur mehr Rendite, sondern auch weniger Risiko

Nicht nur die Rendite und die Information Ratio verbessern sich bei der Aufhebung der Restriktionen. Das Risiko vermindert sich ebenfalls. Risiko wird häufig mit Volatilität gleichgesetzt. Für einen Investor mit einem längeren Zeithorizont ist aber nicht Volatilität das Problem, sondern anhaltende Verluste in Bärenmärkten, sogenannte Maximum Drawdowns. Beispielsweise hat der MSCI World Index vom Höchstpunkt im August 2000 bis zum Tiefstpunkt im März 2003 56,4% verloren. Das ist das wahre Risiko eines Aktieninvestors – in drei Jahren mehr als die Hälfte des Kapitals zu verlieren. Jede Strategie, die dieses Risiko vermindern kann, ist attraktiv. Während die Active Indexing® World Strategie den Verlust im gleichen Zeitraum auf –43,4% reduzieren konnte, gelang es der Active Indexing® All Country World Strategie sogar, den Verlust weiter auf –28,4% zu vermindern. Minus 28,4% anstatt –56,4%: Das ist doch ein erheblich kleineres Risiko!

Unnötige Restriktionen können den Anleger teuer zu stehen kommen. Nicht nur im Sinne einer verminderten Rendite, sondern auch im Sinne eines erhöhten Risikos. Die Anfang Jahr lancierte Active Indexing® All Country Strategie zeigt in beeindruckender Art und Weise das Potential von weniger Restriktionen in der Vermögensverwaltung.

www.wegelin.ch ●