

Antizyklische Asset Allocation – Wie verhaltensorientierte Erkenntnisse in der Praxis eingesetzt werden können



Von Dr. Andreas Bickel
Chief Investment Officer
Member of the Executive Board
Sound Capital AG

Prozyklisches Verhalten, wie das Verkaufen, wenn die Märkte stark korrigieren oder das Kaufen bei Euphorie, gehört zu den typischen Fehlern im Asset-Allocation-Prozess. Die Verhaltensökonomie lehrt uns, dass Anleger Verluste doppelt so stark gewichten wie Gewinne. Die Neuroökonomie geht diesbezüglich einen Schritt weiter und misst die Hirnströme, um dieses irrationale Verhalten genauer zu erklären. Vereinfacht ausgedrückt, übernimmt bei Panik das Stammhirn die Kontrolle und bringt uns dazu, reflexartig Risiken zu reduzieren. Diese Verhaltensart war früher entscheidend, um in der freien Natur als Jäger und Sammler zu überleben. Sobald Gefahr bestand, angegriffen zu werden, war Flucht eine geeignete Reaktion. Obwohl dies bereits seit geraumer Zeit zum Grundwissen eines professionellen Investors gehört, finden sich immer wieder Beispiele für prozyklisches Verhalten in Rechenschaftsberichten von Anlagekomitees.

Sätze wie «aufgrund der stark angestiegenen Risiken sehen wir uns veranlasst, die Übergewichtung von Aktien auf ein neutrales Gewicht zu reduzieren» sind dabei nicht die Ausnahme, sondern die Regel. Wichtig wäre, dass man explizit in Anlagekomitees ein Aktienkorrekturszenario definiert und klare Regeln ableitet, was in einem solchen Fall konkret zu tun sei. Kommt man beispielsweise zum Schluss, dass es sich hierbei um eine normale Korrektur handelt und der Investment Case unverändert gültig ist, wäre es vernünftiger, abzuwarten bis sich die Märkte beruhigen und dann das Portfolio auf die ursprüngliche Strategie zurückzuführen. In der Mehrzahl der Fälle bedeutet dies, die Aktienquote antizyklisch zu erhöhen. Der Schlüssel zum Erfolg liegt deshalb in einem strukturierten Investment-Prozess, der nebst den traditionellen fundamentalen Faktoren systematisch verhaltensökonomische Indikatoren einbaut.

Sentiment-Indikatoren

Sound Capital als reiner Wealth Manager hat deshalb seinen Investment-Prozess so gestaltet, dass Sentiment-Indikatoren, wie auch Indikatoren aus

der technischen Analyse, bei der Festlegung der taktischen Asset Allocation berücksichtigt werden.

Das Ziel solcher Sentiment-Indikatoren ist es, allgemein gesprochen, aufzuzeigen, wieviel Panik resp. Stress bei den Anlegern vorhanden ist. Je höher die Markt-Volatilität, desto höher sind die Ausschläge bei diesen Indikatoren. Risikoappetit-Indizes sind z.B. so konstruiert, dass sie um einen Mittelwert oszillieren. Dabei werden starke Ausschläge nach unten resp. oben (meistens 2 Standardabweichungen) als Bereiche definiert, bei denen Euphorie oder Panik vorherrscht. Eine lohnende Investment-Strategie besteht darin, dass man bei Euphorie die Risiken in der Asset Allocation reduziert und umgekehrt bei Panik aufbaut. Dieses antizyklische Verhalten weist allerdings ein entscheidendes Manko auf: Das Timing gestaltet sich schwierig, da die Stimmung für längere Zeit sowohl im Panik- wie auch im Euphorie-Bereich verweilen kann. Wie John Maynard Keynes bereits festhielt, können Märkte viel länger irrational sein «als du solvent». Bezogen auf die Allokation von Risiken lieferten die Finanzkrise und die Dot.com-Blase zur Jahrtausendwende anschauliche Beispiele hierzu. Value Investoren verloren während der Finanzkrise in der Mehrzahl der Fälle mehr als die breiten Märkte. Während der Internet-Blase im Jahr 1999 konnte diesbezüglich das Umgekehrte beobachtet werden. In dieser Zeit gab es irrationale Übertreibungen und die Value Strategien stiegen viel weniger an als die Dot.com-Aktien. Das Paradebeispiel war UBS Brinson; dort wurde kurz vor dem Höhepunkt der Tech-Bubble Gary Brinson abgesetzt. In der Praxis wurde deshalb das Keynes-Zitat abgeändert: Aus «als du solvent» wurde «als du im Business bleiben kannst».

Damit ist ein weiteres Problem des prozyklischen Verhaltens angesprochen: Es ist in der Gesellschaft akzeptiert,

wenn man konventionell irrt. Es ist aber verpönt, wenn man unkonventionell erfolgreich ist. Im zweiten Fall geschieht wenig, aber der hier relevante Dritte Fall, nämlich das unkonventionelle Scheitern, zieht meistens organisatorische Konsequenzen nach sich. Folglich ist es leider Courant normal, dass grössere Organisationen mit dem Strom schwimmen und alle in etwa die gleichen Anlage-Schlussfolgerungen ziehen.

Bessere Ergebnisse bei der Steuerung der Asset Allocation können dadurch erzielt werden, indem man neben den Sentiment-Indikatoren auch Daten zu Kapitalströmen berücksichtigt. Diesbezüglich sind die Statistiken über die Kapitalströme in risikoreiche resp. risikoarme Anlagen hilfreich. Kombiniert man diese zusätzlich mit technischen Signalen, kann die Entscheidungsgüte nochmals leicht erhöht werden.

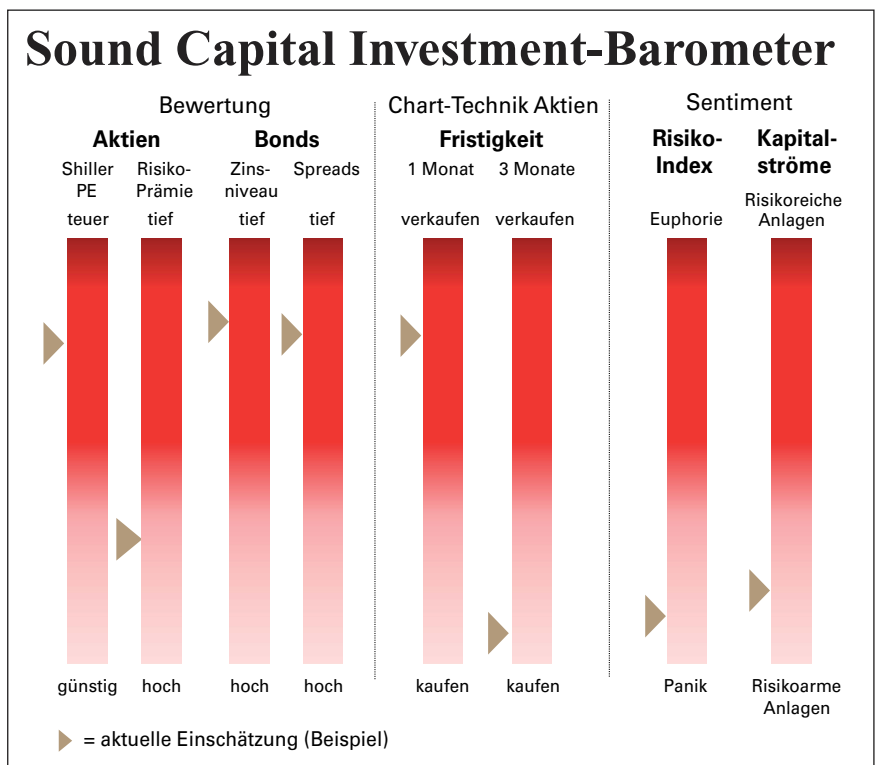
Verhaltensökonomische Fehler,

Indizes und Modelle

Dabei geht es primär darum, die elementarsten verhaltensökonomischen Fehler so weit als möglich zu eliminieren. Nebst dem bereits erwähnten «Buy high sell low»-Effekt stehen Herdenverhalten, Verlust-Aversion, Risikowahrnehmung, selektive Wahrnehmung, Konservatismus, Mental Accounting, Anchoring, Repräsentativität sowie Selbstüberschätzung im Vordergrund.

Eine konträrere Schlussfolgerung aus der Verhaltensökonomie besagt, dass die Verwendung von Charts durchaus einen Zusatznutzen liefern kann. So etwas war im Finance-Studium nicht nur verpönt, sondern aufgrund der Markt-Effizienz-These und der Annahme des nutzenmaximierenden Homo oeconomicus ein absolutes «No-No». Auch heute ist in der Akademie die Chart-Technik umstritten. Aus Praktikersicht besteht die Herausforderung darin, Chart-Bilder so zu deuten, dass man zeitlich nahe bei Wendepunkten eine Umschichtung in der Asset Allocation vornimmt. Dies ist mit reiner Chart-Technik nicht zu bewältigen, da man in ihrer reinen Form erst Empfehlungen ausspricht, wenn bereits ein Muster erkennbar ist.

Damit verpasst man allerdings die grössten Bewegungen. Kombiniert man diese Technik zusätzlich mit Indikatoren,



ren, die Wendepunkte im Konjunkturzyklus anzeigen, kann bei ausgeprägten Zyklen eine signifikante Verbesserung bei der Antizipation von Wendepunkten erreicht werden. Dabei stehen Einkaufsmanager-Indizes und quantitative Mehrfaktoren-Modelle im Vordergrund. Quantitative Mehrfaktoren-Modelle versuchen, die Wendepunkte in den Konjunkturzyklen vorherzusagen. Die Annahme dahinter ist, dass an Wendepunkten die relative Performance von Aktien versus Obligationen am grössten ist. Durch die diversen quantitativen Lockerungs-Programme der Notenbanken hat sich dies schlagartig geändert. Folglich ist die Steuerung der Asset Allocation erschwert worden. Im August 2015 konnte dies erneut beobachtet werden: Die Einkaufsmanager-Indizes in Europa und den USA (v.a. der New Orders Index), wie auch der IFO Index, sendeten positive Signale aus, welche aufgrund der herrschenden Marktpanik ignoriert wurden.

Mehrwert des Vermögensverwalters

Dieses Problem lässt sich nur entschärfen, indem man entweder eine langfristige Asset Allocation bestimmt und systematisch «rebalanced» oder indem man mit Derivaten, z.B. mit dem Kauf von Puts, opportunistisch Risiken in den Portfolios reduziert. Die Hedging Vari-

ante kann sehr teuer werden. Im aktuellen Umfeld sind Absicherungskosten von rund 5% des Depotwertes keine Seltenheit. Vielversprechender ist der erste Ansatz. In einer Vanguard-Studie wird aufgezeigt, dass der Wert eines Kundenberaters primär darin besteht, für seinen Kunden das geeignete Risiko-profil herzuleiten und in der Folge dafür zu sorgen, dass keine panischen Asset-Allocation-Änderungen vorgenommen werden. Die Studie folgert, dass genau hier der Mehrwert eines Vermögensverwalters liegt. Dieser Mehrwert kann bis zu rund 2% Zusatz-Rendite pro Jahr ausmachen. Über einen Horizont von 10 Jahren würde dies bedeuten, dass rund 22% Mehr-Rendite erzielt würde. Weitere wichtige Faktoren sind die optimale Auswahl von Produkten, die nicht nur kostengünstig, sondern v.a. auch steuereffizient für die Kunden sein müssen.

Zukunftsweisende Business-Modelle im Wealth Management zeichnen sich aus unserer Sicht dadurch aus, dass einerseits der Anlageprozess die hier skizzierten Elemente einbaut und andererseits die Entschädigung für die Vermögensverwaltung vorzugsweise über eine transparente Gebühr abgegolten wird.

bickel@sound-cap.com
www.sound-cap.com