

FuW-Samstag-Interview

Thomas Weber, Vizedirektor der BIL, zur Entwicklung der «Balanced Portfolios»

«Benchmarks machen nicht alle Anleger glücklich»



**Heute mit
Dr. Thomas Weber, Institutionelles
Portfolio Management,
Bank in Liechtenstein
Vaduz**

— Herr Weber, Sie haben vor rund einem Jahr die auf Kapitalerhaltung ausgerichteten Anlageprodukte «Balanced Portfolios» gegründet. Ziel war, über einen 12-Monats-Zeitraum möglichst keine Vermögenseinbußen zu erleiden. Wie haben sich die Balanced Portfolios im schwierigen Anlagejahr 1994 bewährt?

Sehr gut, mit einer kleinen Einschränkung: Wir haben unser Ziel – keinen Verlust im Jahresvergleich – nicht ganz erreicht. So hat unser defensives Balanced Portfolio zwischen Ende November 1993 und heute knapp 0,9% verloren. Der Grund dafür liegt darin, dass in diesem Jahr weltweit nicht nur alle wichtigen Anleihenmärkte, sondern auch die weitaus meisten Aktienmärkte Verluste eingefahren haben und somit eine Diversifikation kaum Nutzen gebracht hat. Im Vergleich dazu ist die Entwicklung der Balanced Portfolios aber sehr gut.

— Wie sind die Balanced Portfolios konstruiert?

Prinzipiell gibt es zwei Konzepte zur Vermeidung negativer Renditen. Das erste liegt in der Verknüpfung einer An-

lage oder eines Portfolios mit einem derivativen Instrument. Meist wird damit eine gewisse Mindestrendite garantiert oder ein möglicher Verlust abgesichert. Allerdings sind solche Konstrukte oft zeitlich limitiert und zudem muss auf mögliche Spitzengewinne verzichtet werden. Das zweite Konzept zur Vermeidung von negativen Renditen basiert auf dem dynamischen Umschichten zwischen verschiedenen Anlagemedien, der sogenannten Taktischen Asset Allocation. Das Balanced Portfolio funktioniert nach dem zweiten Prinzip. Wir können in bis zu 18 Aktienmärkten, zehn Obligationenmärkten und Schweizer Festgeld oder kurzlaufenden Obligationen investieren. Welche Aktien- und Obligationenmärkte berücksichtigt werden, entscheidet ein Anlageprozess, der auf quantitativen, mathematischen Modellen beruht. Dabei werden monatlich die erwarteten Renditen für die künftigen 12 Monate prognostiziert. Für die Aktienmärkte geschieht dies mit einem Dividend-Discount-Modell, einem technischen Momentum-Modell und einem ökonomischen Makro-Modell. Danach erfolgt die Optimierung hinsichtlich Rendite und Risiko und die Titelauswahl.

— Das tönt sehr technisch und kompliziert. Was ist der Grundgedanke, der dahintersteckt?

Grundsätzlich versuchen wir, in diejenigen Märkte zu investieren, die eine positive Wertentwicklung erwarten lassen und versuchen durch taktisch geschickte Streuung der Anlagen, Verluste zu vermeiden. Das Modell hilft, die gegenseitigen Abhängigkeiten von Anlagemedien besser und systematischer zu nutzen.

— Sie haben die Balanced Portfolios erst vor einem Jahr gegründet. Was hat Sie dazu veranlasst, und wie konnten Sie ihr Anlagekonzept auf seine Wirksamkeit überprüfen?

Zur Entwicklung der Balanced Portfolios wurden wir von unserer Kundschaft angeregt. Einige Kunden wollten nach schlechten Aktienjahren eine Alternative zu benchmarkorientierten Anlagen. Überprüfen konnten wir unser neues Produkt, indem wir Simulationen über die letzten 15 Jahre durchführten. Dabei erzielte das defensive Balanced Portfolio durchschnittlich eine Jahresrendite von 10%.

Ausserdem war in diesem Zeitraum keine negative Jahresrendite vorgekommen.

— Sie haben erwähnt, dass einige Ihrer Kunden eine absolute Betrachtungsweise einer benchmarkorientierten vorziehen. Was ist der Grund dafür?

Das Problem mit Benchmarks liegt darin, dass der Kunde das Benchmark- bzw. Indexrisiko trägt und der Portfolio Manager lediglich noch das relative Risiko, also die Abweichung vom Indexverlauf. Wenn also beispielsweise der SPI in einem Jahr 10% verliert, hat der Manager mit einem Verlust von 5% hervorragend gearbeitet. Der Kunde ist aber vielleicht trotzdem unzufrieden über den Verlust, insbesondere wenn er zur Verwendung dieses Benchmarks überredet wurde und die Implikationen nicht voll übersehen hat. Ein weiteres Problem liegt darin, dass ein Benchmark zu passivem Management führt, der Manager aber für aktives und aufwendigeres Management bezahlt wird.

— Wie hat sich der Anlagemix, die Aufteilung zwischen Aktien, Obligationen und Festgeldanlagen, im laufenden Jahr verändert?

Interessant ist zunächst die Entwicklung des Festgeldanteils, der von gut 40% am Jahresanfang kontinuierlich auf 56% zur Jahresmitte aufgebaut wurde und jetzt wieder auf 30% abgebaut wurde. Parallel dazu wurden Aktien- und Bondpositionen angepasst. Mit knapp 29% liegt der aktuelle Aktienanteil jetzt wieder ungefähr im langfristigen Durchschnitt des Balanced Portfolios. Interessant ist, dass der Obligationenanteil seit Jahresanfang zunächst reduziert wurde, vor zwei Monaten jedoch auf 40% erhöht und damit stark über dem Durchschnitt gewichtet wurde. Die genannten Zahlen beziehen sich auf das defensive Balanced Portfolio, die offensive Variante investiert derzeit 5% in Festgelder, 44% in internationale Aktien und 51% in Bonds.

— Wie ist ihr Obligationenteil investiert?

In Europa liegt der Schwerpunkt mit über 16% des Gesamtportfolios in Deutschland, Holland und Grossbritannien. Ausserhalb Europas sind USA und Kanada mit zusammen rund 13% stark

vertreten. Zusätzlich wird eine kleine Position in japanischen Obligationen gehalten.

— ... und der Aktienteil?

Dieser wird fast nur in Europa investiert. Lediglich knapp 6% des Gesamtportfolios sind in Japan und Hongkong angelegt. In Europa liegen die Schwerpunkte in Frankreich und Skandinavien, während kleinere Positionen in Italien, Österreich und Spanien gehalten werden.

— Wie kommt es, dass Sie weder Schweizer, noch deutsche oder amerikanische Aktien im Portefeuille haben?

Diese Länder sind nicht enthalten, weil, technisch ausgedrückt, entweder ihre Renditeerwartung zu gering ist oder ihre Berücksichtigung nicht zur Diversifizierung des Portfolios beigetragen hätte. Historisch gesehen hat das Balanced Portfolio häufig kleinere Märkte bevorzugt, um positive Rendite/Risiko-Verhältnisse in der absoluten Umgebung zu erzielen. Anders als in Benchmarkportfolios werden nämlich alle Märkte gleich behandelt. Konkret sind wir in Deutschland misstrauisch bezüglich der Konjunkturentwicklung, und in Amerika zeigen besonders die sich verschlechternde Liquidität und Marktbreite Schwäche an.

— Was bringt das Börsenjahr 1995?

Die Obligationenmärkte unterliegen seit Jahresanfang einer stetigen Erosion und die Aktienmärkte sind von einer starken Differenzierung gekennzeichnet. Es findet eine Flucht aus kleinkapitalisierten Titeln in Standardwerte statt, flankiert von spekulativen Aktivitäten in wechselnden Marktsegmenten. Dies wird allerdings durch die von den grossen Werten dominierten Indizes verschleiert. Diese Art von Differenzierung ist Zeichen sich verschlechternder Rahmenbedingungen und schrumpfender Liquidität im Finanzsektor. Ob diese rotierende Baisse eine schon ausreichende Marktbereinigung darstellt und damit als Basis für einen Kursaufschwung dient, würden wir negativ beantworten. Wir rechnen daher trotz möglicher Aufheiterungen zur Jahreswende nicht mit einer Klimaänderung, sondern mit weiterhin anhaltenden Schlechtwetterbedingungen im nächsten Jahr.

Interview: Andreas Meier