

Effizienz statt Komplexität

Der Weg zu einer besseren Rendite führt über den systematischen Einbezug des Risikos. Oder: Warum es sich für Anleger und Anlegerinnen lohnt, Harry Markowitz' Grundsatz für eine effiziente Portfoliokonstruktion in Erinnerung zu rufen.

Autor: Carmine Orlacchio, Partner und CIO

«Return waste» trotz Negativzinsen? In der Tat: Viele Anleger – private wie institutionelle – lassen ihren «free lunch» auf dem Teller zurück, weil sie nur auf die Rendite fokussieren und das zugrundeliegende Risiko ihrer Anlagen vernachlässigen. Die eindimensionale Renditejagd führt zu Portfolios, die nicht adäquat diversifiziert sind. Das geht ins Geld: Eine bessere Diversifikation erhöht die Portfolio-Effizienz, so dass bei gleichem Risiko eine bessere, oder mit weniger Risiko eine gleich hohe Rendite herauschaut – gratis! Wie dieser Trade-Off zwischen Risiko und Rendite am besten anzugehen ist, wurde erstmals von Harry Markowitz im Jahr 1952 wissenschaftlich analysiert.¹ Das Prinzip der Diversifikation ist so alt wie die Menschheit. Was Markowitz einstimmig zugeschrieben wird, ist deren Formalisierung, als Weg zur Verbesserung der Performance und des damit verbundenen Konzeptes der Portfolio-Effizienz.² Bis zu diesem Zeitpunkt wurde das Risiko von Investitionen weder systematisch quantifiziert noch in den Anlageentscheidungsprozess miteinbezogen. Dieser basierte grundsätzlich auf dem Ziel einer Renditemaximierung, was teilweise auch heute noch oft der Fall ist. OLZ hingegen integriert das Risiko systematisch in die Gestaltung von Anlagelösungen.

Diese Research Note soll Anlegern Markowitz' Lehre wieder in Erinnerung rufen: Die Erkenntnis, dass eine systematische Diversifikation durch den Einbezug der Risiken und der Korrelationen

in den Anlageprozess die Performance langfristig zu verbessern vermag. Das gilt sowohl bei der Definition der Anlagestrategie, wie auch bei deren Umsetzung, der Asset Allocation.

Die Bausteine des Anlageprozesses sind die Anlageklassen. Im ersten Teil gehen wir auf die Eigenschaften von Anlageklassen ein, und deren Bedeutung für die Festlegung der Anlagestrategie. Im zweiten Teil zeigen wir, wie wichtig es ist, klar zu unterscheiden zwischen der Anlagestrategie und deren Umsetzung, der effektiven Asset Allocation. Im letzten Abschnitt zeigen wir, dass mit einem aktiven Risikomanagement die Freiheitsgrade der Anlagestrategie ausgenutzt und dadurch die Performance verbessert werden kann, ohne die Liquidität zu mindern oder die Kosten und die Komplexität zu erhöhen.

¹ Markowitz, 1952, Portfolio Selection, Journal of Finance. Im Jahr 1959 folgte eine ausführliche und systematische Darstellung über die Bildung von effizienten, diversifizierten Portfolios in «Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments», John Wiley & Sons.

² Markowitz, 2006, De Finetti Scoops Markowitz, Journal of Investments Management. Markowitz anerkannte, dass ein europäischer Mathematiker, Bruno De Finetti, bereits 1940 das Problem der Berechnung von risikorendite-effizienten Portfolios unter Annahme unkorrelierter (nicht jedoch korrelierter) Risiken gelöst hatte.

In Kürze

Das Tiefzinsumfeld verleitet viele Anleger dazu, ihr Portfolio mit Anlagen zu erweitern, die eine höhere Rendite versprechen. Paradoxerweise lassen sie dabei Rendite liegen, weil ihre Portfolios nicht genügend gut diversifiziert sind.

Eine Rückbesinnung auf Markowitz' Grundprinzipien tut deshalb Not: Der Fokus auf das Risiko – spricht auf die Diversifikation – führt zu einer besseren Rendite.

Das gilt sowohl bei der Definition der Anlagestrategie (Benchmark), wie auch bei deren Umsetzung, der effektiven Asset Allocation.

Statt die Anlagestrategie mit komplexen, teuren und – in Krisenzeiten – oft illiquiden alternativen Anlagen zu erweitern, empfiehlt OLZ eine «altmodische» Anlagestrategie, die auf Cash, Anleihen und Aktien basiert.

Die Anlagestrategie sollte jedoch nicht passiv, sondern aktiv umgesetzt werden. Der Benchmark (marktkapitalisierter Index) ist kein effizientes Portfolio, es braucht dazu eine Optimierung des Rendite-Risiko-Verhältnisses.

Risiko und Rendite sind keine statischen Grössen, sondern schwanken erheblich. Pensionskassen und Versicherungen müssen aufgrund ihrer Verbindlichkeiten auf zwischenzeitliche Marktschwankungen reagieren.

OLZ hat ein adaptiv dynamisches Modell entwickelt, das einen höheren Freiheitsgrad bei der Asset Allocation erlaubt, ohne vom Risikofokus gemäss Markowitz abzurücken.

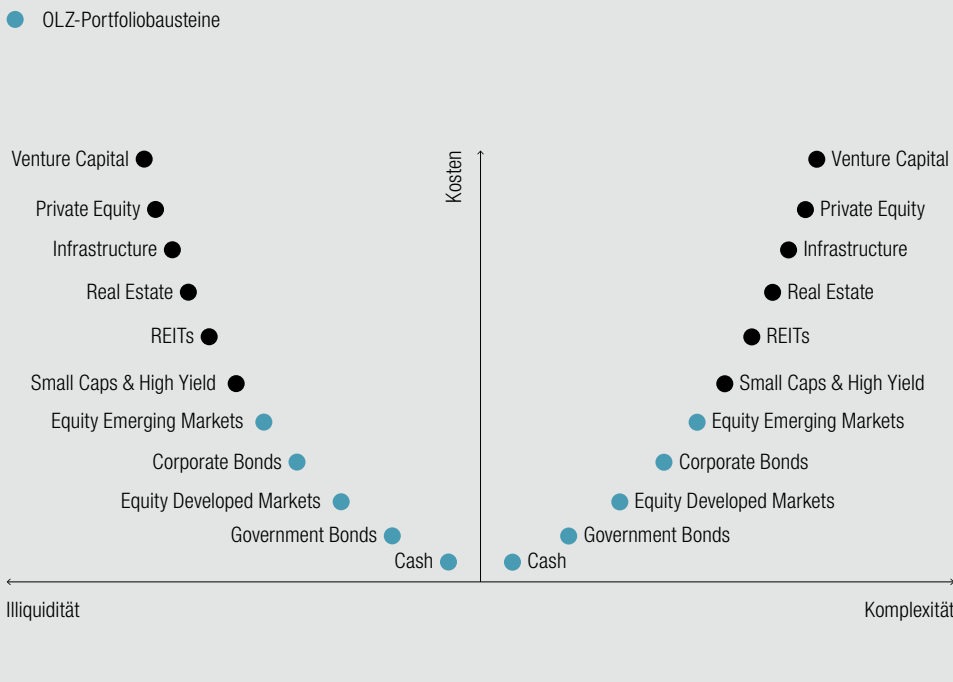


Abbildung 1: Anlageklassen (Auswahl) mit den Dimensionen Kosten, Illiquidität und Komplexität

Anlageklassen und ihr Beitrag zur Diversifikation

Die Anlageklassen sind die Bausteine der Anlagestrategie. Eine Anlageklasse umfasst Wertpapiere mit homogenen, vergleichbaren Rendite- und Risikoeigenschaften. Wichtig ist, dass sich diese deutlich von den Eigenschaften anderer

Anlageklassen unterscheiden. Diese Heterogenität ist Voraussetzung dafür, dass die Aufnahme einer Anlageklasse in ein Portfolio die Diversifikation und somit die Portfolio-Effizienz verbessert. Die Selektionsfähigkeit und die spezifischen Kompetenzen des Asset Managers in der Umsetzung spielen dabei noch keine Rolle.

Die OLZ-Portfoliobausteine: Cash, Anleihen und Aktien

OLZ verfolgt einen sehr fokussierten Ansatz und berücksichtigt nur börsengehandelte und liquide Anlageklassen. Cash/Geldmarktanlagen, Anleihen (Staatsanleihen und Investment Grade Unternehmensanleihen) und Aktien (Industrieländer und Emerging Markets) bilden die Grundbausteine der OLZ-Portfolios. Sie sind aus unserer Sicht geeignet, um robuste Anlagelösungen zu gestalten, ohne die Komplexität unnötig zu erhöhen.

Durch die strikte Definition decken die ausgewählten Anlageklassen die Hauptrisiken ab: Zinsrisiko, Rating-Spread-Risiko, Aktienrisiko, Währungs- und Liquiditätsrisiko. Letzteres ist besonders wichtig. Auch gilt es, die Implementierungskosten tief zu halten. Eine rein kosmetische Diversifikation mit möglichst vielen verschiedenen (auch illiquiden) Anlageklassen bringt ausser Kosten wenig und kann sogar zum Bumerang werden. In Krisenzeiten steigt das Risiko von Anlagen mit begrenzter Liquidität oft sprunghaft an und der vermeintliche Diversifikationsvorteil verschwindet.

Ein wichtiges Kriterium einer Anlageklasse ist, dass sie allen Anlegern zur Verfügung steht und nicht nur Spezialisten oder bestimmten Anlegergruppen. Sie muss zu angemessenen Kosten investierbar und in der Lage sein, ein grosses Investitionsvolumen ohne Liquiditätsengpass zu absorbieren.

Normalerweise sind Wertpapiergruppen in Indizes organisiert, wobei jedes Wertpapier entsprechend seiner relativen Marktkapitalisierung gewichtet wird. Auf diese Weise erfüllt die Anlageklasse eine weitere Anforderung: Transparenz und Stabilität in ihrer Struktur.

Eine Kombination verschiedener Anlageklassen (Hedge Funds), sollte nicht als eigenständige Anlageklasse betrachtet werden. Auch Hochzinsanleihen, die die Eigenschaften von Anleihen und Aktien kombinieren, sind (in einem puristischen Sinn) nicht als eigene Anlageklasse zu betrachten.

Das Effizienzsteigerungspotenzial hängt vom Grad der Risiko-Renditestreuung zwischen den Anlageklassen ab. Je geringer die Abhängigkeiten zwischen den Anlagen (Korrelationen), desto grösser ist der Diversifikationseffekt.

Auch wenn unter Anlegern weitgehend Einigkeit über die Definition einer Anlageklasse besteht: In der Realität variieren die Abgrenzung und die Klassifizierung. Das führt dazu, dass sich die Anlagestrategien von Peer-Gruppen unterscheiden, sowohl in ihrer Zusammensetzung, wie auch bezüglich Komplexität.

Asset Allocation: Die Umsetzung der Anlagestrategie

Die effektive Umsetzung – die Asset Allocation – kann durch eine passive Replikation des Benchmarks erfolgen, oder aktiv implementiert werden. Erst im zweiten Fall kommen das aktive Management und die Selektionsfähigkeit des Portfoliomanagers ins Spiel. Heutzutage gehört es unter Anlegern zum guten Ton, die Diversifikation und die Portfolio-Effizienz in den Vordergrund zu stellen. Die Realität sieht dann etwas anders aus.

In Fachpublikationen wird immer wieder zitiert, dass die Strategische Asset Allocation 90 % der Portfolioperformance bestimme. Folglich wäre die effektive Umsetzung, also die zweite Ebene des Anlageprozesses, kaum von Bedeutung.³ Diese Aussage bedarf einer Klarstellung, weil das Risiko besteht, dass sie sonst falsch interpretiert wird. Die obige Aussage trifft zu, wenn a priori von einer passiven oder Benchmark nahen Umsetzung der Anlagestrategie ausgegangen wird. Darin steckt auch die Meinung, dass aktives Management oder die Portfoliooptimierung nichts bringt.

Doch wie bereits Markowitz festgestellt hat, ist der marktkapitalisierte Index kein effizientes Portfolio. Wer seine Asset Allocation optimiert, um die Portfolio-Effizienz zu verbessern, oder sie im Zeitverlauf anpasst, um auf veränderte Marktrisiken zu reagieren (wie wir später zeigen werden), erhöht automatisch den Effekt auf die Performance. Je mehr die effektive Portfoliostruktur vom Benchmark abweicht, desto stärker wird die Performance von den aktiven Anlageentscheidungen beeinflusst.

Wäre die Anlagestrategie so dominant wie kolportiert wird, müsste die Renditedifferenz zwischen zwei Portfolios einzig durch die unterschiedliche Anlagestrategie erklärbar sein. Verschiedene Studien haben zum Ziel, den Beitrag des aktiven

³ Brinson, Hood, Beebower, 1986, «Determinant of Portfolio Performance», Financial Analyst Journal. Eine Analyse über 91 US-Pensionsfonds zeigt, dass im Durchschnitt etwa 90 % der Schwankungen der Portfoliorendite durch die jeweilige Benchmark erklärt werden. Im Laufe der Zeit verwiesen Kommentatoren die 90% auf die Rendite und nicht auf die Variabilität der Rendite, und «erklären» wurde durch «bestimmen» ersetzt.

Anforderungen an Anlageklassen

Positiver Beitrag zur Performance

Homogenität innerhalb der Anlageklassen

Heterogenität zwischen den Anlageklassen

Investierbarkeit / Kosteneffizienz

Transparenz

Stabile Struktur

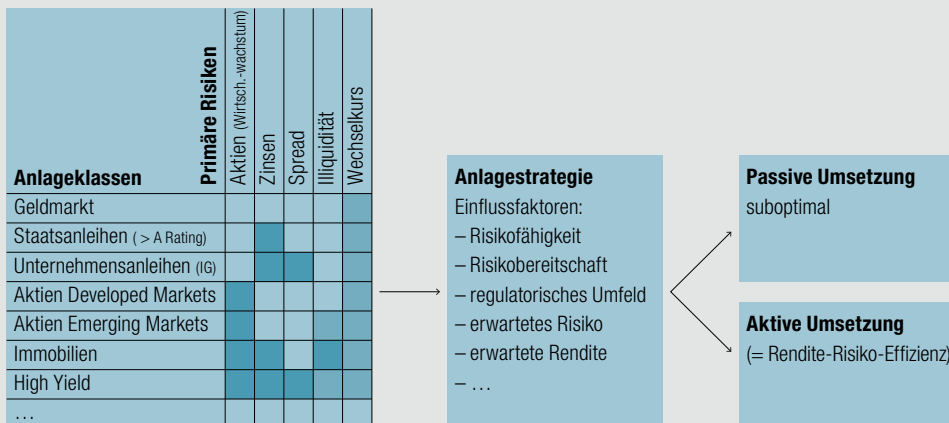


Abbildung 2: Wichtigkeit von Anlagestrategie und Umsetzung (Asset Allocation)

Managements (sog. Überschussrendite) zu ermitteln. Dies geschieht durch einen Peer-Group-Vergleich verschiedener Pensionskassen oder Fonds. Dabei wird bei jedem Portfolio die Benchmark-Rendite mit den effektiv erzielten Renditen verglichen (Querschnittsregression). Dadurch lässt sich die durchschnittliche Rendite der Peer Group neutralisieren. Dies ist relevant für institutionelle Investoren wie Pensionskassen oder Versicherungen, die unabhängig von der Marktlage investiert sein müssen (d. h. für die ein kompletter Ausstieg aus dem Markt keine Option darstellt). Damit lässt sich der Flut-Effekt des Marktes neutralisieren, der sowieso alle Boote anhebt, unabhängig von der Benchmark und der aktiven Asset Allocation.

Aus diesen Vergleichen resultiert, dass die Anlagestrategie (Benchmark) weniger als 50 % des Renditeunterschieds zwischen verschiedenen Fonds erklärt⁴, was nichts anderes bedeutet, als dass die Umsetzung mindestens genauso wichtig ist wie die Anlagestrategie.⁵

Mit anderen Worten: Wer bei der Umsetzung der Anlagestrategie passiv vorgeht und den Benchmark zum Portfolio macht, folgt Markowitz nur auf halbem Weg und lässt die Hälfte seines «free

lunch» unangetastet stehen. Für institutionelle Anleger wie Pensionskassen, die in einem Spannungsfeld zwischen Sollrendite und Tiefzinsumfeld stecken, sollte das keine Option sein.

«Within horizon» Risiko: Das Dilemma der Pensionskassen

Grundsätzlich gilt: Je länger der Anlagehorizont, desto höher die Risikofähigkeit. Für Anleger, die sich vor allem für den Wert des Portfolios am Ende der Anlageperiode interessieren und zwischenzeitliche Schwankungen aussitzen können, trifft dies auch zu. Institutionelle Investoren hingegen unterstehen regulatorischen Anforderungen bezüglich Deckungsgrad und Verlustrisiko. Für sie ist nicht nur das «end-of-horizon Risiko», sondern auch das «within-horizon Risiko» bindend. Obwohl Pensionskassen über einen sehr langen Anlagehorizont verfügen, können sie kurzfristige Wertschwankungen nicht einfach aussitzen, sondern müssen Massnahmen ergreifen.

Ihre Risikofähigkeit entspricht aufgrund der laufenden Verpflichtungen und Anforderungen nicht dem eigentlichen Anlagehorizont, wodurch auch die zu erwartende Rendite tiefer ausfällt. Zudem müssen Pensionskassen ihren Versicherten eine Mindestrendite gewähren. Dies führt dazu, dass der Fokus auf die Rendite oft zulasten eines langfristig ausgerichteten Risikomanagements geht.

Der Druck, eine Mindestrendite erzielen zu müssen, erhöht das Interesse für alternative Anlagen, die eine höhere Rendite versprechen. Das Angebot ist gross und wird von der Finanzindustrie laufend

erweitert. Dazu zählen: Risikokapitalanlagen (Private Equity, Venture Capital), Infrastrukturanlagen, hochriskante Zinsanlagen (Private Debt, Distressed Debt, High Yield Debt) oder Hedge Funds Strategien.

Alternative Anlagen – «Do not try this at home»

«Nicht zuhause nachmachen»: warnen Feuerschlucker und Messerwerfer. Dasselbe gilt für komplexe Anlagen. Eine Erweiterung der Anlagestrategie mit alternativen Anlagen kann durchaus sinnvoll sein, und zu einer besseren Diversifikation und zu einer höheren Rendite beitragen.⁶ Doch sie erfordert vom Anleger ein hohes Mass an Erfahrung und Finanzwissen, sowie eine gute Governance der Anlagepolitik. Alternative Anlagen steigern die Komplexität massiv, was viele Ressourcen im Portfoliomanagement absorbiert.⁷ Zudem sind sie in der Regel deutlich teurer als Aktien und Anleihen⁸, und es gilt, gewisse spezifische Risiken zu beachten, besonders in Bezug auf die begrenzte Liquidität.⁹ Die in vielen alternativen Anlagen ausgewiesene Volatilität beruht nicht auf täglich am Markt gehandelten (Mark-to-Market), sondern auf geschätzten Preisen (Appraisal Value) deren Schwankung tiefer ausfällt.¹⁰ Die Risikokennzahlen (Standardabweichung und Korrelation) sind deshalb nicht mit liquiden Anlagen vergleichbar. Die Finanzkrise des Jahres 2008 war auch eine Folge davon, dass die Risiken von komplexen Anlageprodukten falsch eingeschätzt worden sind. Der vermeintliche Diversifikationseffekt dieser Anlagen erwies sich als blosser Kosmetik und verkehrte in der Krise ins Gegenteil. Der für Finanzkrisen typische Rückgang der Liquidität führte dazu, dass die Korrelation zwischen vermeintlich diversifizierenden Anlagen gegen 1 (volle Korrelation) tendierte.

⁶ Die Schweizerische Bankiervereinigung ertet in der 2017 erschienenen Publikation «Der 3. Beitragszahler der beruflichen Vorsorge, Impulse zur Optimierung» ungenutztes Rendite-Potenzial aufgrund mangelnden Einbezuges von alternativen Anlagen.

⁷ Knut Kjaer (ehemaliger Geschäftsführer des Norwegischen Staatsfonds), 2010, Asset and Risk Management in a Post-Crisis Market, CFA Institute Third Annual European Investment Conference, Copenhagen.

⁸ Bundesamt für Sozialversicherung BSV, 2011, Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule.

⁹ Cochrane, 2005, The Risk and Return of Venture Capital, Journal of Financial Economics.

¹⁰ Franzoni Nowak Phalippou, 2012, Private Equity Performance and Liquidity Risk, Journal of Finance.

⁴ Ibbotson, Kaplan, 2000, «Does Asset Allocation Policy Explain 40% 90% or 100% of Performance», Financial Analyst Journal.

⁵ Xiong, Ibbotson, Idzorek, and Chen, 2010, «The Equal Importance of Asset Allocation and Active Management», Financial Analyst Journal.

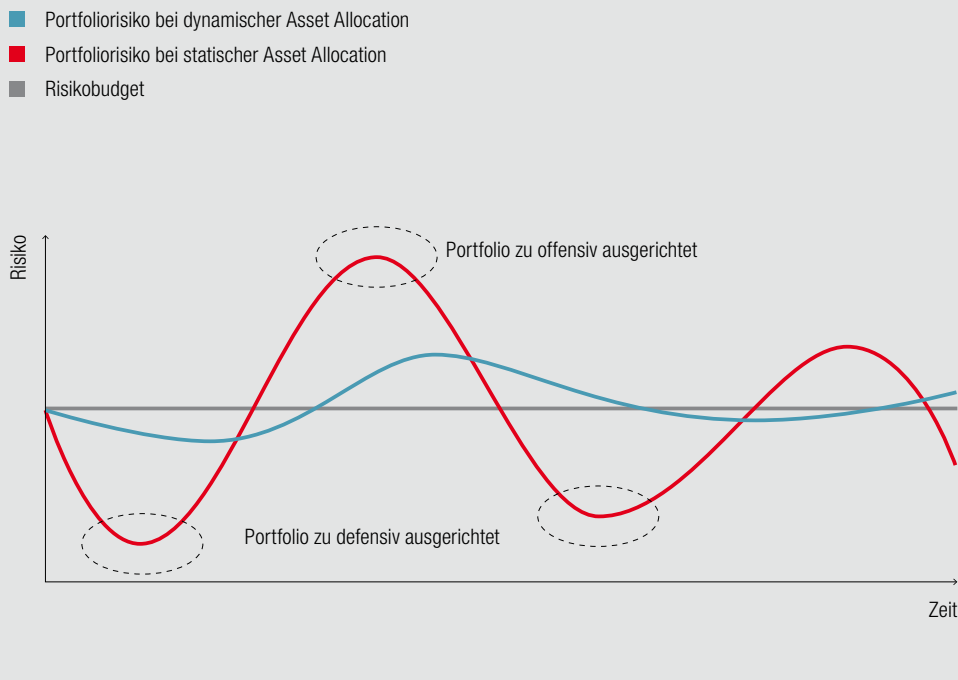


Abbildung 3: Optimale Ausnutzung des Risikobudgets (illustrativ)

Anlegen nach Markowitz 1.0: 70-jährig und kein bisschen überholt

Wie lässt sich die Rendite verbessern, ohne das Risiko und die Kosten zu erhöhen oder die regulatorischen Rahmenbedingungen zu verletzen? Der einfachste und auch günstigste Ratschlag lautet immer noch: Markowitz befolgen. Statt die Anlagestrategie mit komplexen, teuren und schwer verständlichen alternativen Anlagen zu erweitern, empfiehlt OLZ eine «altmodische» Anlagestrategie, die auf den Grundbausteinen Cash, Anleihen und Aktien basiert. Diese sollte jedoch nicht passiv umgesetzt, sondern risikobasiert optimiert werden. Das Ziel der Optimierung ist ein rendite-risiko-effizientes Portfolio. Hierzu müssen konsequent die Risikoeigenschaften jeder Anlage berücksichtigt werden. Markowitz hat stets betont, dass die Gewichtung nach der Marktkapitalisierung keine effiziente Form der Portfoliobildung sei. Der Fokus auf Risiko und Diversifikation ist gemäss Markowitz der einzige «free-lunch» für Anleger.¹¹ Fast 70 Jahre nach dem Erscheinen seiner Forschungsarbeiten ist dieser «Lunch» aufgrund der exponentiellen Zunahme passiver Anlagen sogar noch etwas üppiger geworden.¹²

Risiko ist nicht statisch, aber persistent

Doch Risiko ist keine statische Grösse. Es unterliegt Schwankungen. Im Gegensatz zur Rendite

ist es im Zeitverlauf jedoch tendenziell persistent, was zu langen Phasen mit hohem (bzw. niedrigem) Risiko führt. Aufgrund dieser Eigenschaft lässt sich das Risiko modellieren und schätzen, was bei der Rendite nicht der Fall ist.

Bei der Definition der Anlagestrategie fließen die Risikoparameter als langfristige Durchschnittswerte ein. Die daraus resultierende, optimierte Anlagestrategie ist auf das Risikoprofil eines langfristigen Investors ausgerichtet. Gerade für Pensionskassen und Versicherungen spiegelt dies die Realität nur ungenügend wieder. Für sie kann die statische Gewichtung in bestimmten Marktphasen zu viel oder zu wenig Risiko innehaben.

Aufgrund des aktuellen Renditenotstandes müssen die Pensionskassen ihr Risikobudget jedoch optimal ausnutzen können.

Eine etwas raffiniertere, aber immer noch mit der Markowitz-Lehre konsistente Weiterentwicklung kann dies berücksichtigen, indem die Gewichtung

¹³ Andrew Lo, 2017, Adaptive Markets: Evolution at the Speed of Thought, Princeton University Press. Professor Lo entwickelt die Implikationen aus der effizienten Markthypothese mit Erkenntnissen aus der Verhaltensökonomie (Behavioural Finance): Der Finanzmarkt bildet ein höchst komplexes Netzwerk, in dem die Interaktion zwischen den verschiedenen, nicht immer rationalen Teilnehmern, zu grosser Dynamik führt. Das bedeutet auch, dass das Risiko-Rendite-Verhältnis nicht stationär ist, sondern grossen Schwankungen unterliegt.

¹¹ Markowitz, 2005, Market Efficiency: a Theoretical Distinction and So What?, Financial Analyst Journal.

¹² BlackRock, 2017, Index Investing Supports Vibrant Capital Markets.

der liquiden Anlageklassen (Geldmarkt, Anleihen und Aktien) dem Marktrisiko entsprechend angepasst wird.

Fazit

Die aktuelle Finanzmarktsituation stellt institutionelle Investoren vor grosse Herausforderungen. Die erforderliche Rendite sollte jedoch nicht durch den Aufbau von Risiken und Komplexität angestrebt werden. Hingegen liegt es nahe, das Renditepotenzial des «Basis-Portfolios» (Aktien und Anleihen) auszuschöpfen, indem durch eine effektive Diversifikation ein effizientes Portfolio aufgebaut wird. Ebenso sollte der Freiheitsgrad innerhalb der Anlagestrategie genutzt und berücksichtigt werden, dass das Risiko kein stationärer Parameter ist, sondern aufgrund seiner Schwankung das Risikobudget der Anlagestrategie durchbrechen kann. Die Lösungen erfordern einen systematischen Einbezug der Risiken, und ein Umdenken, bzw. zumindest ein kritisches Hinterfragen des passiven Investitionsansatzes.

Adaptives OLZ-Modell

Wagt OLZ – entgegen unserer bisherigen Beteuerungen – nun also doch den Blick in die berühmte Kristallkugel? Dem ist nicht so. Wir sind überzeugt, mit dieser Weiterentwicklung einen Mehrwert zu bieten, ohne vom zentralen Lehrsatz Markowitz' abzurücken: Die Risiken stehen nach wie vor im Zentrum unseres Anlageprozesses. Wir machen auch weiterhin kein klassisches «Market-Timing», erstellen keine Renditeprognosen und auch keine Bewertung, ob ein Markt nun teuer oder günstig sei. Wir messen einzig die Marktrisikodynamik mit Hilfe verschiedener Risikoindikatoren und passen die Asset Allocation adaptiv an. Das Modell legt einen hohen Wert auf Robustheit und berücksichtigt nur liquide und kostengünstige Anlageklassen, die in sich selber risikooptimiert sind. Der Ansatz widerspiegelt die Erkenntnisse aus der «Adaptive Market Hypothesis» von Finanzprofessor Andrew Lo (Massachusetts Institute of Technology).¹³

Das von OLZ entwickelte adaptive Asset Allocation Modell reduziert den maximalen Verlust und ermöglicht – innerhalb definierter Bandbreiten – einen höheren Freiheitsgrad bei der Steuerung des Aktienanteils. In Phasen mit einem unterdurchschnittlichen Marktrisiko wird dieser erhöht, und in Phasen mit einem überdurchschnittlichen Marktrisiko reduziert.