

Portfolio Management – Lehren aus der grossen Aktienbaisse

Risikoreduktion durch Beimischung ausgewählter Hedge Fonds

- Die letzten 3 Jahre haben deutlich vor Augen geführt, dass Aktienanlagen mit hohen Risiken verbunden sind. Einmal mehr hat sich gezeigt, wie schwierig es ist, den richtigen Zeitpunkt für den Ein- und Ausstieg zu treffen, zumal die meisten Makroprognosen wie Aktienempfehlungen in den letzten Jahren kaum das Papier wert waren, auf dem sie präsentiert wurden.
- Entsprechend wichtig ist es, Anlagen ausreichend zu diversifizieren. Hedge Fonds, hochverzinsliche Obligationen wie auch Gold und Rohstoffe bieten attraktive Diversifikationsmöglichkeiten, die im Rahmen einer Vermögensverwaltung genutzt werden können, um höhere Renditen bei beschränkten Risiken zu erreichen.

Desillusionierte Aktionäre nach dem Platzen der Kursblase

Investoren haben in den neunziger Jahren immer wieder zu hören bekommen, dass Aktien langfristig eine höhere Performance als Obligationen aufweisen. Dass dies nur in ausgesprochen langer Frist gilt, ist eine der schmerzhaften Erfahrungen, die Anleger während dem Platzen der Aktienblase in den letzten Jahren machen mussten. Welchem Anleger erreicht es ob der hohen Kursverluste der letzten Jahre zum Troste, wenn ihm weisgemacht wird, dass Aktien bei einem ausreichend langen Anlagehorizont von zwanzig oder mehr Jahren Obligationen gegenüber fast immer überlegen sind? Schon zum dritten Male in den letzten hundert Jahren hat sich gezeigt, dass es nach langen Boomphasen zu massiven mehrjährigen Kurseinbrüchen kommen kann, wenn sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen grundlegend verändern. Hinzu kommt, dass viele Anleger von den erzielten Gewinnen angesteckt in Boomphasen ihren Aktienanteil sukzessive nach oben fahren, während es in Baissephasen immer wieder zu Angst- und Panikverkäufen kommt. Als Beispiel für ein solch prozyklisches Verhalten können zahlreiche helvetische Pensionskassen und Versicherungsunternehmen dienen, die in den neunziger Jahren ihren Aktienanteil sukzessive nach oben geschraubt und in der jüngsten Krise meist auf deutlich tieferem Kursniveau wieder nach unten gefahren haben. Sind Aktienanlagen nach den wenig erfreulichen Erfahrungen ein für allemal „out“? Was für Lehren lassen sich für die Vermögensverwaltung nach der grossen Aktienbaisse ziehen?

Prognosefähigkeiten immer wieder überschätzt

Abgesehen von einigen Dauerpessimisten, die auch im Aufschwung kaum dabei gewesen waren, haben nur wenige Fachleute den gewaltigen Einbruch an den Aktienmärkten vorhergesehen. Liest man beispielsweise die ein bis zwei Jahre zurückliegenden Konjunkturprognosen renommierter internationaler Wertschriftenhäuser, haben wir uns schon mehrere Male kurz vor dem lang ersehnten Aufschwung befunden. Konjunkturprognostiker tun sich offenbar ausgesprochen schwer, konjunkturelle Trendwenden einigermaßen zuverlässig vorherzusagen. Da die Ertragssituation der meisten Unternehmen mehr oder weniger stark vom Konjunkturverlauf abhängig ist, erstaunt es wenig, dass auch Analysten bei den Gewinnprognosen des öfteren stark daneben liegen. Dabei sind fehlerhafte Prognosen nicht immer nur auf das Unvermögen der Aktienanalysten zurückzuführen, zumal auch zahlreiche Unternehmensverantwortliche in den letzten Jahren mit Ertragsprognosen ausgesprochen vorsichtig geworden sind. Hinzu kommt, dass die Kurse an den Aktienmärkten nicht nur von fundamentalen Entwicklungen, sondern auch von den nicht immer rationalen Verhaltensweisen und Stimmungen der Anleger beeinflusst werden.

Die Lehre aus der Geschichte

Einmal mehr hat sich gezeigt, dass es angesichts der beschränkten Vorhersehbarkeit von Marktentwicklungen und

einer gewissen menschlichen Neigung zur Überschätzung der eigenen Prognosefähigkeit nur ein probates Mittel gegen unliebsame Überraschungen gibt: *nicht alles auf eine Karte setzen und Vermögensanlagen ausreichend diversifizieren*. Entsprechend muss man sich vom Gedanken eines andauernden, optimalen Markttings verabschieden, da sich die zukünftige Marktentwicklung nur selten an die Mehrheitsprognosen hält. Wäre es möglich, immer die am besten performende Vermögensklasse zu wählen, könnte man eine beinahe explodierende Performance erreichen (siehe „Winner Portfolio“ Tab. 1), während man umgekehrt relativ schnell Pleite geht, wenn man jedes Jahr nur die Vermögensklasse mit der schlechtesten Performance im Portefeuille hätte (siehe „Loser Portfolio“). Entsprechend wichtig ist auch weiterhin eine ausreichende Diversifikation der Vermögensklassen.

Tab. 1: Winner- und Loser-Portfolio mit bester und schlechtester Vermögensklasse (VK) pro Jahr (was wurde aus 100%)

Jahr	beste VK	Ertrag in %	schlechteste VK	Ertrag in %
1997	Aktien	24,66	Gold/Rohstoffe	-36,76
1998	Managed Futures	30,46	Oblig. hochverz.	-52,13
1999	Oblig. hochverz.	53,99	Obligationen	-0,07
2000	Oblig. hochverz.	15,02	Gold/Rohstoffe	-25,41
2001	Gold/Rohstoffe	26,43	Aktien Global	-15,55
2002	Gold/Rohstoffe	26,97	Aktien Global	-34,28
Winner Portfolio		462%	Loser Portfolio	12.52%
Gewinn/Verlust		+ 362%		-87.48%

Diversifikation neu überdacht – oder die Suche nach geeigneten zusätzlichen Vermögensklassen

Die meisten Anleger verfügen über ein Portefeuille mit den drei traditionellen Vermögensklassen Liquidität, Obligationen und Aktien. Ein ausreichend hoher Obligationenanteil bot in den letzten Jahren in der Tat einen gewissen Schutz gegen allzu unliebsame Überraschungen: Ein breit diversifiziertes Portfolio, das zu 50% in Schweizerfranken-Obligationen und zu 50% in einen Weltmarkt-Aktienindex (z.B. MSCI World) investiert ist, konnte in den letzten 6 Jahren eine positive Performance von rund 21% erzielen, auch wenn in den letzten drei Jahren einiges der in den Boomjahren erzielten Gewinne auf Aktien verloren ging (siehe Tab. 2). Besonders herbe Verluste haben diejenigen Investoren erlitten, welche erst sehr spät auf den Börsenzug aufgesprungen sind und/oder ihre Aktienanlagen zu wenig breit diversifiziert haben.

Für den zukünftigen Anlageerfolg stellt sich die entscheidende Frage, ob Obligationen auch in den kommenden Jahren eine stabile Stütze sein werden. Angesichts der historisch betrachtet aktuell sehr tiefen Zinssätze werden Obligationen in den nächsten Jahren keine annähernd zweistelligen Renditen mehr erzielen und damit einen weit

geringeren Beitrag zur absoluten Performance eines Portfolios beitragen können als in der Vergangenheit. Entsprechend wird es auch für die kommenden Jahre Sinn machen, Portfolios mit weiteren Vermögensklassen abzurunden, mit denen sich eine bessere Diversifikation unter Wahrung der Ertragschancen erreichen lässt.

Im Vordergrund stehen insbesondere zwei Arten von Anlagen, welche unter Diversifikationsaspekten interessante Charakteristiken aufweisen. Zum einen lassen sich mit einem breit diversifizierten Portfeuille *hochverzinslicher Obligationen*, seien es Unternehmensobligationen oder Anleihen von Schwellenländern deutlich höhere Renditen erzielen als mit erstklassigen Obligationen. Diese sog. high yield Obligationen sind allerdings ausgesprochen volatil und anfällig auf nicht voraussehbare Ereignisse. So hat beispielsweise die Russland-Krise im Jahre 1998 zu einem massiven Kurseinbruch bei hochverzinslichen Obligationen geführt (siehe Tab. 2). Entsprechend empfiehlt es sich, die Gewichtung hochverzinslicher Obligationen vor allem in konservativen Depots vergleichsweise klein zu halten.

Eine Verbesserung der Depotmischung lässt sich insbesondere auch mittels *Hedge Fonds* bzw. *Fund of Hedge Fonds* erreichen (vgl. Anlagen Aktuell vom 6.12.2002). Bei diesen handelt es sich allesamt um Anlagestrategien, die sich von traditionellen Anlagen in Aktien und Obligationen unterscheiden. Entsprechend verlaufen die Kurse von Hedge Fonds wenig gleichförmig zu traditionellen Anlagen und verleihen Portfolios damit eine grössere Stabilität. Dabei sind es vor allem drei Arten von Fund of Hedge Fonds, die sich für eine Portfoliobeimischung eignen:

- zum einen sind es die sogenannten Fund of Hedge Fonds, die primär auf Arbitragestrategien beruhen und geringe Preisschwankungen aufweisen, die Obligationen vergleichbar sind (sog. *Fund of Hedge Fonds mit tiefer Volatilität*). Sie eignen sich deshalb vor allem als teilweiser Ersatz von Obligationen-

anlagen.

- zum zweiten weisen die sog. *Hedge Fonds Aktien long/short*, die gleichzeitig attraktive Aktien kaufen und überbewertete Titel leer verkaufen, aus der Sicht der Vermögensanlage interessante Eigenschaften auf. Während diese Art von Fund of Hedge Fonds in Boomphasen an den Aktienmärkten mit reinen Aktienanlagen performancemässig in der Regel gut mithalten können, erweisen sie sich in Baissephasen als deutlich stabiler. Entsprechend kann ein Teil der Aktienanlagen durch Fund of Hedge Fonds ersetzt werden, die eine long/short-Strategie verfolgen. Auf diese Weise lassen sich die Rückschläge in einer Baissephase deutlich reduzieren.

- zum dritten kann die Volatilität eines Portfolios durch Beimischung eines Fund of Hedge Fonds mit einer „*Managed Futures*“ Strategie deutlich reduziert werden. Diese Art von Hedge Fonds investiert ausschliesslich in Futures unterschiedlichster Basisinstrumente (Aktienindizes, Zinsen, Rohstoffe, Währungen etc.) und weist erfahrungsgemäss insbesondere in Phasen mit grossen Kurseinbrüchen an den Aktienmärkten eine besonders gute Performance aus. Managed Futures sind ausser den „short only“ Hedge Fonds die einzige Art von Hedge Fonds, deren Kursverlauf sich gegenläufig zu Aktienanlagen bewegt (negative Korrelation).

Anleger die in den letzten Jahren Hedge Fonds in ihr Portfeuille eingebaut haben, erzielten denn auch eine deutlich höhere Performance als solche, die ausschliesslich in Aktien und Obligationen investiert haben. So liess sich von 1997 bis 2002 mit einem ausgewogenen Portfolio unter Beimischung von Hedge Fonds wie auch High Yield Obligationen und Gold-/Rohstoffaktien – bei deutlich geringeren Schwankungen – eine Performance von rund 54% und damit eine mehr als doppelte Rendite im Vergleich zu traditionellen Portfolios erzielen.

2. Juni 2003 / MR

Tab. 2: Performance traditionelles Portfolio im Vergleich zu Portfolio mit Hedge Fonds, Gold/Rohstoffen und High-yield-Anleihen

Vermögensaufteilung einschl. Hedge Fonds u. High Yield		Historische Performance 6 Jahre in %							Nominal in CHF
in %	Anlage	1997	1998	1999	2000	2001	2002	6 Jahres-Durchsch.	Ertrag total
0%	Liquidität								
25%	Obligationen AA	5,61	4,89	-0,07	3,57	3,86	9,55	4,53	30,44
10%	Obligat. hochverzinslich	9,50	-52,13	53,99	15,02	20,48	-3,41	1,30	8,03
10%	Hedge Fonds low risk	7,56	10,37	17,23	8,87	14,05	10,01	11,30	90,10
15%	Aktien HF long/short	17,57	16,71	30,51	10,21	-3,93	-4,48	10,40	81,12
20%	Aktien MSCI World	24,66	15,39	42,98	-12,70	-15,55	-34,28	-0,06	-0,35
5%	Aktien Gold/Rohstoffe	-36,76	-16,92	14,89	-25,41	26,43	26,97	-5,27	-27,73
15%	HF Managed Futures	12,86	30,46	1,42	11,30	14,99	25,42	15,68	139,69
100%	Total	10,77	6,35	21,24	2,70	4,29	0,68	7,46	54,00
		100	110,77	117,8	142,83	146,68	152,97	154	

50/50 Portfolio traditionelle Vermögensaufteilung		Historische Performance 6 Jahre in %							Nominal in CHF
in %	Anlage	1997	1998	1999	2000	2001	2002	6 Jahres-Durchsch.	Ertrag total
0%	Liquidität								
50%	Obligationen	5,61	4,89	-0,07	3,57	3,86	9,55	4,53	30,44
50%	Aktien MSCI World	24,66	15,39	42,98	-12,70	-15,55	-34,28	-0,06	-0,35
100%	Total	15,13	10,14	21,46	-4,57	-5,84	-12,37	3,27	21,28
		100	115,13	126,8	154,02	146,98	138,39	121,28	