

## **38. AWP-Arbeitstagung 2011**

### **Effizienz in der Vermögensanlage: Weniger ist manchmal mehr**

Dr. Andreas Reichlin, Partner  
PPCmetrics AG  
Financial Consulting, Controlling & Research  
[www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)

Bern, 30. Juni 2011

Weniger ist manchmal mehr:  
**FX-Risiko**



Some of the graphs/pictures are not  
available online

# Weniger ist manchmal mehr: Ziel der Währungsabsicherung

	Ohne Absicherung	Mit Absicherung Obl. FW	Vollständige Absicherung
Obligationen Schweiz	40.0%	40.0%	40.0%
Obligationen Welt	20.0%	0.0%	0.0%
Obligationen Welt (hedged)	0.0%	20.0%	20.0%
Aktien Schweiz	10.0%	10.0%	10.0%
Aktien Welt	13.0%	13.0%	0.0%
Aktien Welt (hedged)	0.0%	0.0%	13.0%
Aktien Emerging Markets	2.0%	2.0%	0.0%
Aktien Emerging Markets (hedged)	0.0%	0.0%	2.0%
Immobilien Schweiz	15.0%	15.0%	15.0%
<b>Total</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

<b>Muster PK</b>	Ohne Absicherung	Mit Absicherung Obl. FW	Vollständige Absicherung
<b>Periode: 31.01.1972 - 31.03.2011</b>			
Rendite p.a.	5.92%	5.94%	6.01%
Volatilität p.a.	5.90%	5.02%	4.78%
Max. Draw-down	-20.39%	-15.37%	-12.99%

► **Risikoreduktion**

# Weniger ist manchmal mehr: Umfang der Absicherung: Spezialfall Schweiz

## CHF als Fluchtwährung: Aufwertung in Krisen

Muster PK	Ohne Absicherung	Mit Absicherung Obl. FW	Vollständige Absicherung
-			
1. Erdölkrise (09/72 - 12/74)	-8.38%	-5.79%	-3.61%
Scharzer Montag (09/87 - 12/87)	-29.13%	-23.06%	-15.13%
Dotcom und 9/11 (08/00 - 03/03)	-2.75%	-1.36%	-0.20%
Subprime (04/07 - 02/09)	-7.36%	-7.19%	-7.14%

- ▶ **Aufwertung CHF in Krisen!**
- ▶ **Spezialfall CHF spricht tendenziell für höhere Absicherungsquote!**

# Weniger ist manchmal mehr: Währungsabsicherung: Fazit

---

1. Durch das Halten von Fremdwährungen kann **keine Zusatzrendite** erwartet werden!
2. Ziel der Währungsabsicherung ist die **Risikoreduktion!**
3. Für das Gros der Pensionskassen ist eine passive Umsetzung über die **Absicherung einzelner Anlagekategorien** eine geeignete und kosteneffiziente Lösung!

Weniger ist manchmal mehr:  
**Taktische Anlageentscheide**

# Weniger ist manchmal mehr

## Anlagetaktik: Aktiv vs. passiv (1)

---

- Aktiv
  - Prognosebasiert
  - Wenige Wetten, grosser Wirkungsgrad
  - Prognose und Timing müssen stimmen!
  
- Passiv
  - Wird oft als Rebalancing bezeichnet
  - Rückführung des Portfolios auf die Strategie bei Erreichen / Überschreiten der Bandbreiten
  - Antizyklisch, regelbasiert

# Weniger ist manchmal mehr

## Anlagetaktik: Aktiv vs. passiv (2)

---

### Vergleich der folgenden Strategien:

- Antizyklische Strategien
  - **Monatliches Rebalancing (MR)**
  - **Minimal-/Maximalbandbreiten (MIN/MAX)**
- Prozyklische Strategien
  - **Buy-and-Hold (B&H)**
  - **Constant Proportion (CPR):** «Dynamische Absicherung». Fixe Handelsregel, welche einen minimalen Floor «garantiert». Aktien werden gekauft, wenn die Aktienmärkte stärker steigen als die anderen Anlagekategorien resp. umgekehrt.

# Weniger ist manchmal mehr

## Anlagetaktik: aktiv vs. passiv (3)

Kategorie	Min	Strategie	Max
Obligationen CHF	28.0%	40.0%	52.0%
Obligationen FW	12.0%	18.0%	24.0%
Aktien Schweiz	7.0%	10.0%	13.0%
Aktien Welt	14.0%	20.0%	26.0%
Immobilien Schweiz	8.0%	12.0%	16.0%
Bandbreite Aktien	21.0%		39.0%

Kategorie	Transaktionskosten
Obligationen CHF	0.60%
Obligationen FW	0.60%
Aktien Schweiz	0.30%
Aktien Welt	0.30%
Immobilien Schweiz	1.20%

# Weniger ist manchmal mehr

## Anlagetaktik: aktiv vs. passiv (4)

Jan 1960 - Jan 2011	Strategie	Antizyklisch		Prozyklisch	
		Monatl. Reb.	Bandbreiten	Buy-and-Hold	CRP
Rendite p.a. (brutto)	5.35%	5.35%	5.64%	5.22%	5.22%
Rendite p.a. (netto)	5.35%	5.24%	5.61%	5.22%	5.18%
Transaktionskosten p.a.	0.00%	0.11%	0.03%	0.00%	0.04%
Volatilität p.a.	5.98%	5.98%	6.02%	7.51%	8.45%
Maximaler Aktienbestand	30.00%	32.73%	38.76%	59.97%	70.54%
Minimaler Aktienbestand	30.00%	24.26%	19.79%	24.63%	18.27%
Tiefste Rendite	-8.39%	-8.39%	-9.89%	-12.61%	-13.79%
Höchste Rendite	5.89%	5.89%	5.53%	6.59%	7.39%
Max. Drawdown	-24.44%	-24.68%	-22.96%	-28.11%	-34.53%
Tracking Error	0.00%	0.00%	0.58%	2.17%	3.19%
Turnover (Käufe + Verkäufe)	0.00%	20.12%	5.33%	0.00%	7.03%

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; Datenperiode vom 1.1.1960 bis zum 31.1.2011

**In der untersuchten Periode (1.1.1960 bis 31.01.2011) erzielte die Min-/Max-Regel («Bandbreiten-Ansatz») die höchste Performance und das beste Rendite-/Risikoverhältnis**

**► Rebalancing-Prämie! Ist ihre Anlagetaktik besser?**

# Weniger ist manchmal mehr

## Zinsprognose: This time is different? (1)

---

# Weniger ist manchmal mehr

## Zinsprognose: This time is different? (2)

---

Weniger ist manchmal mehr:  
**Wechsel des  
Vermögensverwalters**

# Weniger ist manchmal mehr: Mandatsvergaben und –kündigungen in der Praxis (1)

---

## Was sind die wichtigen Faktoren für die Mandatsvergabe?

- Ergebnis mehrerer Untersuchungen\* (Australien, UK, USA)
  - Wichtige Kriterien für die Mandatsvergabe
    - Gute **Performance** in den letzten 3 - 5 Jahren
    - Hohe **Reputation** des Vermögensverwalters
    - Tiefe **Management-Fees** (nicht Gesamtkosten!)
  - Einen sehr geringen Einfluss auf die Auswahl haben
    - Hohe Transaktionskosten (**Turn-over**)

\*Quellen: Goyal, Wahal (2004); Prawda, Faff (2000); Sawicki (2000); Del Guerico, Tkac (2002)

# **Weniger ist manchmal mehr: Mandatsvergaben und –kündigungen in der Praxis (2)**

---

**Untersuchung der Performance neu vergebener Mandate bei  
US Pensionskassen (1994 - 2003)**

# Weniger ist manchmal mehr: Mandatsvergaben und –kündigungen in der Praxis (3)

---

- **Was sind die wichtigen Faktoren für die Mandatsauflösungen? Ergebnis mehrerer Untersuchungen (USA)**
  - Wichtige Kriterien für die Mandatsauflösung
    - **Underperformance** (ca.  $\frac{1}{3}$  aller Kündigungen) über einen Zeitraum von 1 - 3 Jahren
    - Änderung der **Anlagestrategie** oder der **Mandatsstruktur**
    - **Veränderung beim Asset Manager**

# **Weniger ist manchmal mehr: Mandatsvergaben und –kündigungen in der Praxis (4)**

---

## **Untersuchung der Performance gekündigter Mandate bei US Pensionskassen (1994 - 2003)**

# Weniger ist manchmal mehr: Mandatsvergaben und –kündigungen in der Praxis (5)

---

- **Erkenntnisse der Studie(n):**
  - Die **Anlageleistung** der Manager ist eine wichtige Grundlage für die Mandatsvergabe und -auflösung.
  - **Neu vergebene Mandate** haben einen guten Track Record mit einer Outperformance, welcher im Durchschnitt nach der Mandatsvergabe nicht aufrecht erhalten werden kann.
  - **Gekündigte Mandate** (deutlich weniger Beobachtungen) hatten eine schlechte Performance vor und eine durchschnittliche bis überdurchschnittliche Performance nach Mandatskündigung.
- ▶ **Fazit: Managerwechsel sollten gut überlegt sein.  
Zu häufige Managerwechsel zahlen sich in der Regel nicht aus.**

Weniger ist manchmal mehr:  
**Mandatsstruktur**

# Weniger ist manchmal mehr

## Mandatsstruktur: Praxisbeispiel (1)

### Bisherige Mandatsstruktur (v.a. diverse aktive Kategorienmandate)

	Liquidität	Obli CHF	Obli Welt hedged	Aktien Schweiz	Aktien Welt	Aktien EMMA	Wandelanleihen	Private Equity	Hedge Fund	Commodities	Infra-structure	Immobilien Schweiz	Immobilien Ausland
<b>Passiv</b>				X	X X X								
<b>Aktiv</b>	X	X X X X		X X X	X X X		X X	X X X X X X X X X	X X X	X X X X	X	X X X	X

### Neue Mandatsstruktur (v.a. passive Kategorienmandate)

	Liquidität	Obli CHF	Obli Welt hedged	Aktien Schweiz	Aktien Welt	Aktien EMMA	Wandelanleihen	Private Equity	Hedge Fund	Commodities	Infra-structure	Immobilien Schweiz	Immobilien Ausland
<b>Passiv</b>	X	X	X	X	X	X							
<b>Aktiv</b>		X										X X X	

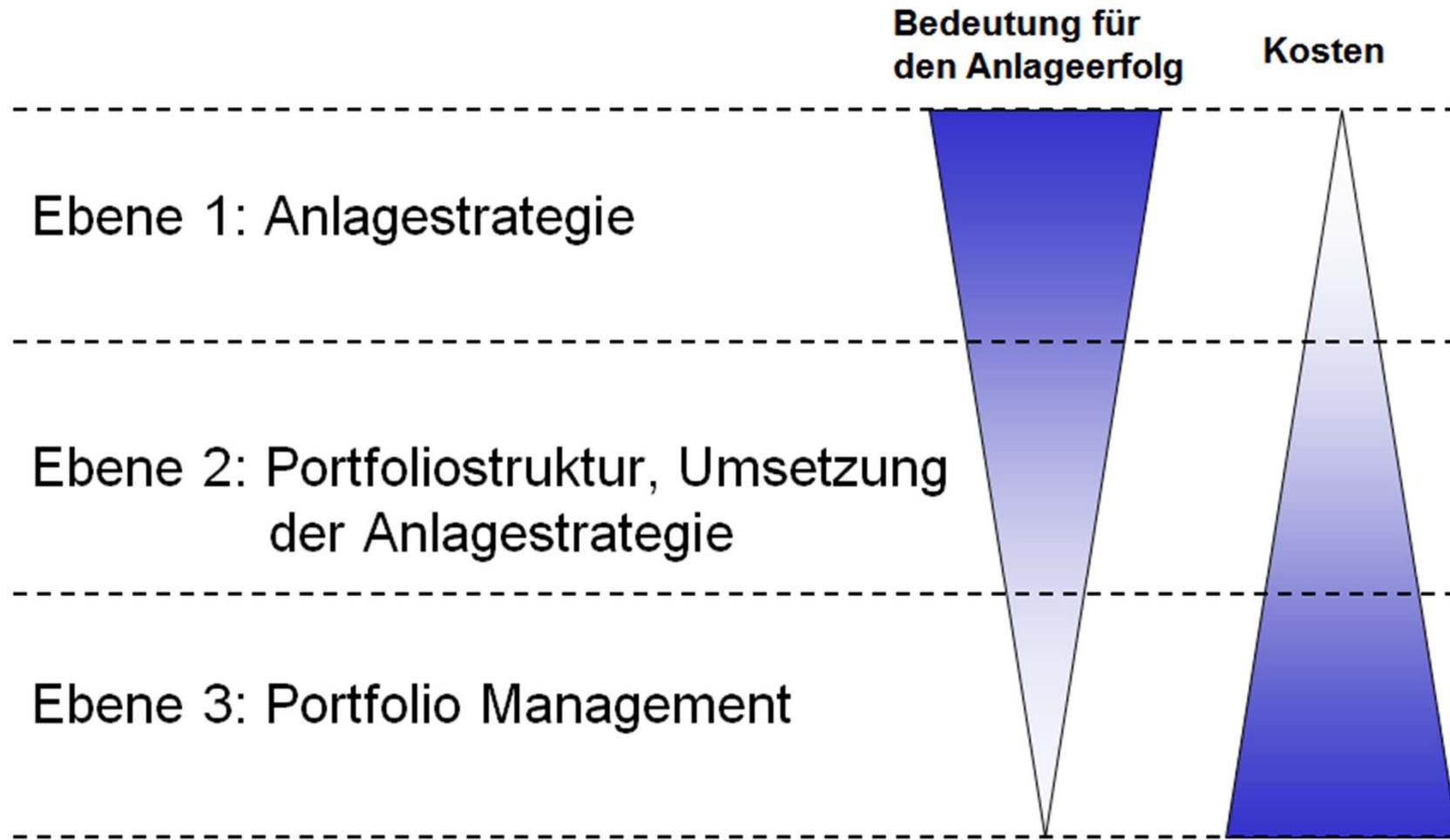
# Weniger ist manchmal mehr

## Mandatsstruktur: Praxisbeispiel (2)

---

- **Resultat der Strukturumstellung:**
  - Struktur der Pensionskasse konnte wesentlich vereinfacht werden: Von über **40 Mandaten auf 10 Mandate**.
  - **Kosten** konnten **signifikant gesenkt** werden.
  - **Controlling-Aufwand** wurde **verringert**.
  - **Renditeabweichungen** werden deutlich **geringer** ausfallen.

# Weniger ist manchmal mehr: Fazit



***„Perfektion ist nicht dann erreicht, wenn man nichts mehr hinzufügen, sondern wenn man nichts mehr weglassen kann.“***

***Antoine de Saint-Exupéry***



Financial Consulting, Controlling & Research

## **PPCmetrics AG**

Badenerstrasse 6

Postfach

CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11

Telefax +41 44 204 31 10

E-Mail [ppcmetrics@ppcmetrics.ch](mailto:ppcmetrics@ppcmetrics.ch)

[www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)

## **PPCmetrics SA**

23, route de St-Cergue

CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11

Fax +41 22 704 03 10

E-mail [nyon@ppcmetrics.ch](mailto:nyon@ppcmetrics.ch)

[www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)