

# «PASSIVES» ANLEGEN AUF VERSCHIEDENEN ANLAGEEBENEN

Dr. Stephan Skaanes, CFA, CAIA, Senior Consultant  
PPCmetrics AG  
Financial Consulting, Controlling and Research  
[www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)

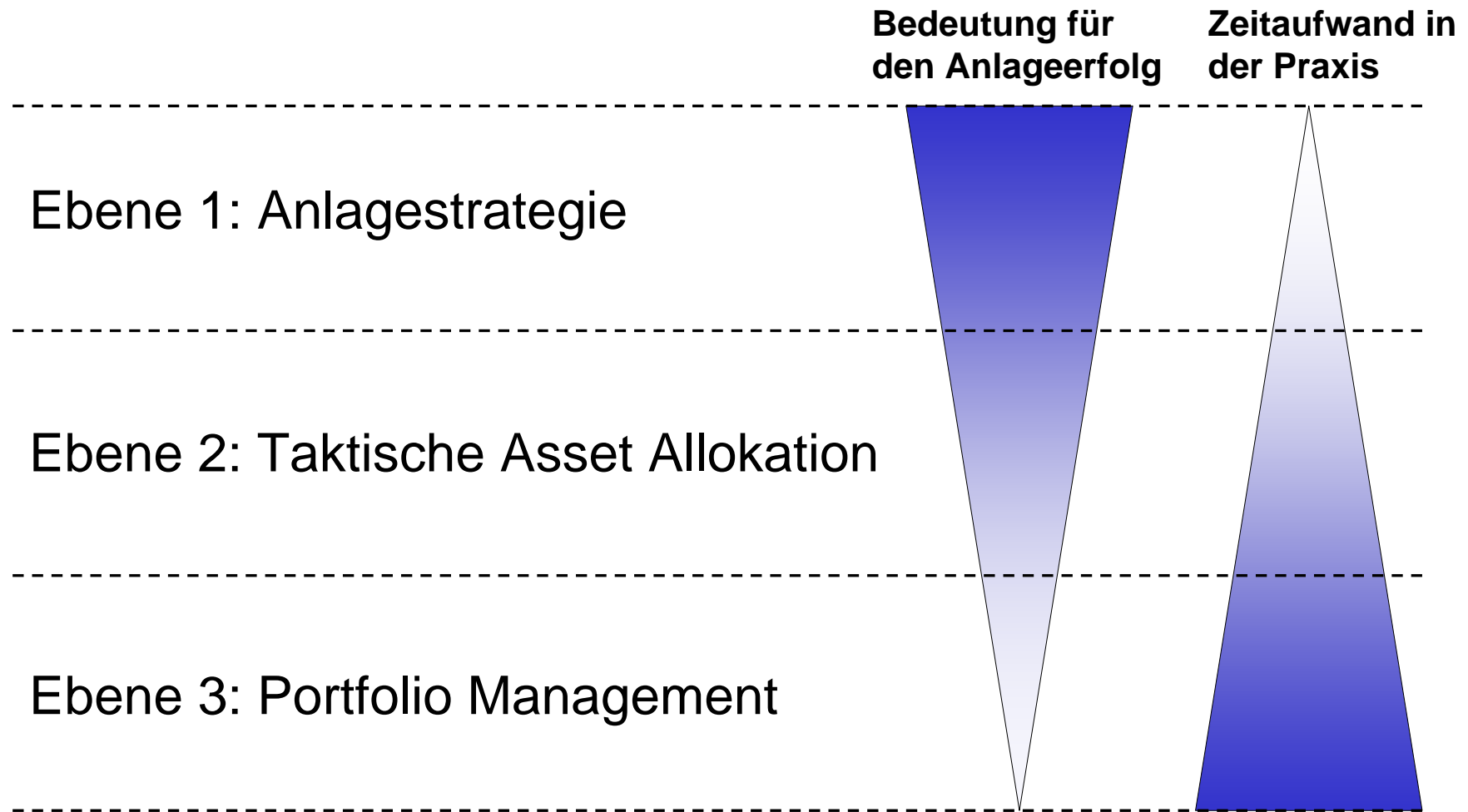
Zürich, 22. April 2009

- Ebenen des Anlageprozesses
- Anlagestrategie
- Portfolio Management
- Taktische Asset Allokation
- Fazit

# Ebenen des Anlageprozesses (1)



# Ebenen des Anlageprozesses (2)



# Anlagestrategie (1)

- Vier Studien, welche untersucht haben, welcher Anteil der Gesamtrendite auf die strategische Allokation und welcher Anteil auf den Mehrwert der Vermögensverwalter zurückgeführt werden kann.

Study	Year	Data	Country
Brinson, Hood, Beebower	1986	Pension Fund	US
Brinson, Singer, Beebower	1991	Pension Fund	US
Ibbotson, Kaplan	2000	Mutual Fund	US
Drobetz, Köhler	2002	Mutual Fund	CH, D

# Anlagestrategie (2)

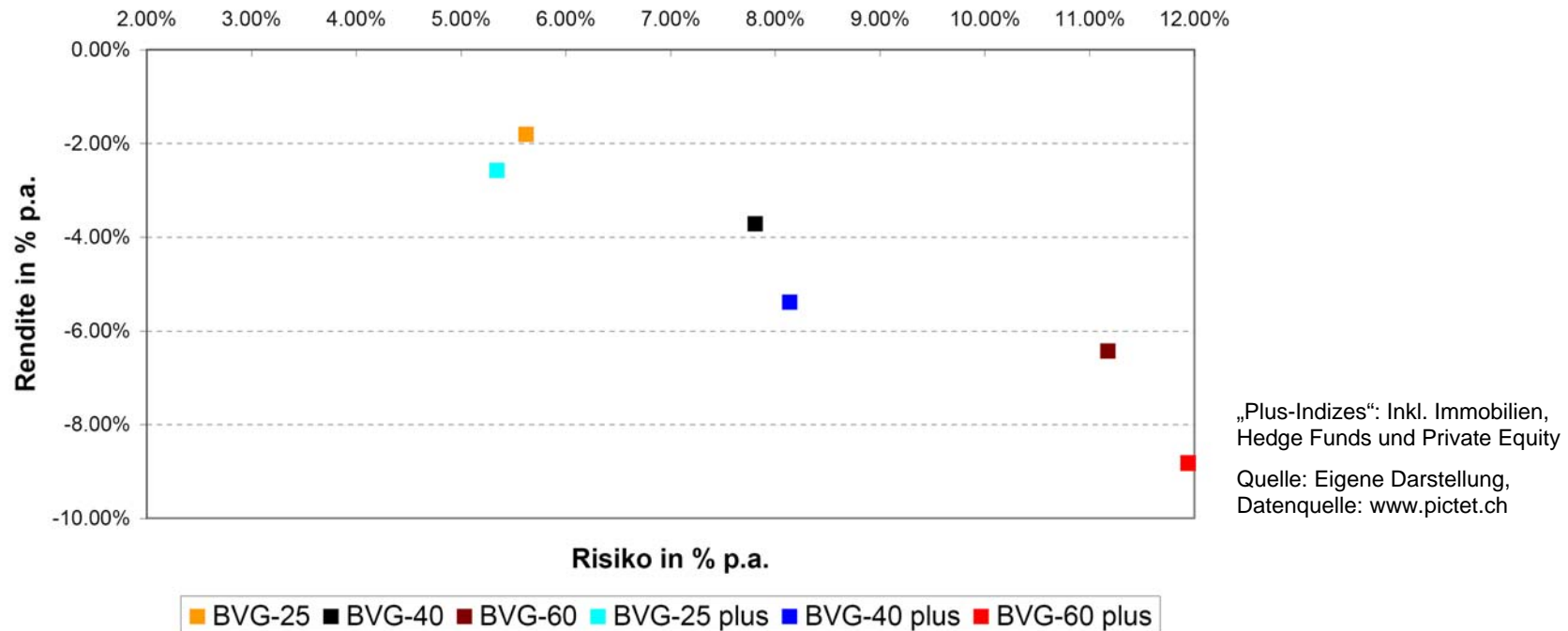
Study	Return			Impact of Strategic Asset Allocation on	
	Active*	Strategy	Total	Variability of Returns over Time	Return Level (Strategy/Total)
Brinson, Hood, Beebower	-1.1%	10.1%	9.0%	94%	112%
Brinson, Singer, Beebower	-0.1%	13.5%	13.4%	92%	101%
Ibbotson, Kaplan	-0.3%	7.0%	6.7%	81%	104%
Drobetz, Köhler	-2.4%	9.3%	7.0%	83%	134%

\* Timing and Selectivity

- **Über 80% der Portfoliovolatilität wird durch die Strategie bestimmt!**
- **Aktives Management erzielte empirisch keinen Mehrwert.**

# Anlagestrategie (3)

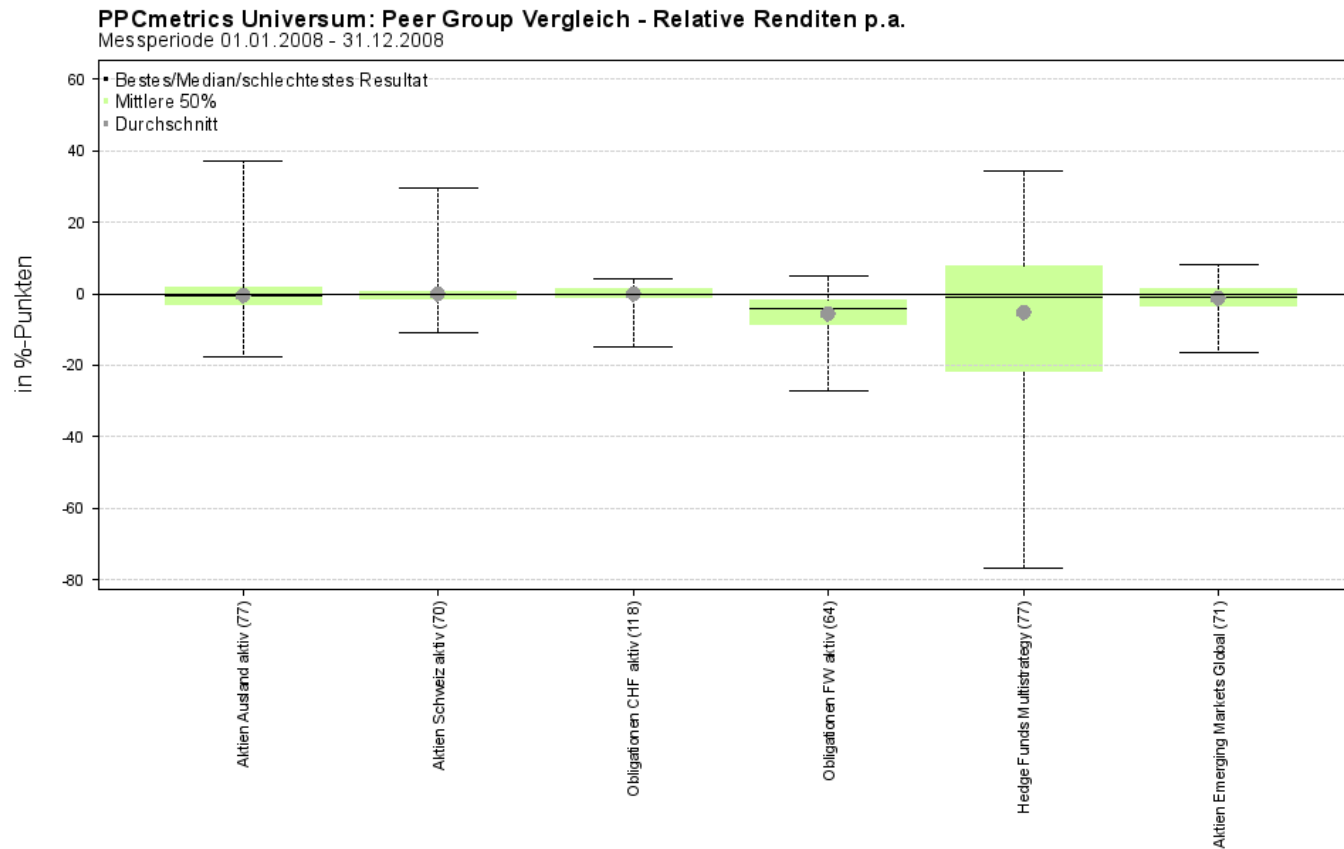
Performancevergleich Pictet BVG-Indizes  
(Januar 2006 bis Dezember 2008)



- **Die Aktienquote hat einen überragenden Einfluss auf das Rendite- und Risikoprofil einer Anlagestrategie.**

- ***Der Anlagestrategie kommt, verglichen zu den anderen Ebenen, die höchste empirische Bedeutung zu.***
- ***Die Anlagestrategie wird in der Regel „aktiv“ gewählt. Eine „passive“ Umsetzung ist in ausgewählten Fällen (bspw. „passive“ Ausrichtung an den Verpflichtungen eines Investors) möglich.***
- ***Es lohnt sich, einen bewussten, aktiven Entscheid bzgl. der zu wählenden Anlagestrategie zu fällen.***

# Portfolio Management (1)



© PPCmetrics AG

- **Im Durchschnitt liegt die Rendite von aktiven Vermögensverwaltungsmandaten nach Kosten unterhalb der Benchmarkrendite. Diese Feststellung deckt sich mit anderen empirischen Untersuchungen.**

- ***Verglichen zu den anderen drei Ebenen kommt dem Portfolio Management die geringste empirische Bedeutung in Bezug auf die Portfoliorendite zu.***
- ***Aktive Entscheide auf der Ebene Titelselektion sind ein Nullsummenspiel.***
- ***Diese Erkenntnis hat zum Erfolg von indexierten Anlageprodukten geführt.***

# Taktische Asset Allokation (1)

## Taktische Asset Allokation

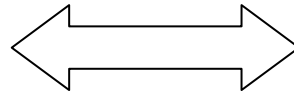
Ebene \ Stil	Passiv	Aktiv
Gesamtportfolio	Regelbasiertes Rebalancing	Taktische Asset Allokation

- ***Die Ebene 2 der taktischen Asset Allokation wird oftmals nicht bewusst oder nur ad hoc gesteuert.***

- Grundsätzliche Möglichkeiten der taktischen Steuerung:

## Aktive taktische Steuerung

- Entscheide der Anlagekommission
- Externer Advisor
- Overlay-Manager
- Hedge Funds (Global Macro)
- Aktive gemischte Mandate



## Regelbasiertes Rebalancing

- Monatliches Rebalancing
- Bandbreiten
- „Buy and Hold“
- Absicherungskonzepte

- Folgende **regelbasierten Rebalancing-Mechanismen** kommen in der Praxis häufig zur Anwendung:
  - **Monatliches Rebalancing (MR)**: Portfoliopositionen werden per Ende Monat an die Strategie angeglichen.
  - **Bandbreiten-Ansatz (Minimal-/Maximalbandbreiten)**: Strategie mit taktischen Ober- und Untergrenzen. Bei Verletzung einer Bandbreite wird das gesamte Portfolio auf die Strategiegewichtungen zurückgesetzt.
  - **Buy-and-Hold (B&H)**: Es erfolgt kein Rebalancing.
  - **„Constant Proportion Portfolio Insurance“ (CPPI)**: Fixe Handelsregel, welche einen minimalen Vermögenswert („Floor“) einzuhalten versucht. Aktien werden gekauft, wenn die Aktienmärkte stärker steigen als die anderen Anlagekategorien resp. umgekehrt.

# Taktische Asset Allokation (4)

## Beispiel:

- Strategische Vermögensstruktur eines durchschnittlichen, institutionellen Investors
- Untersuchungsperiode: Januar 1960 - Dezember 2008

Kategorie	Min	Strategie	Max	Bandbreite
Obligationen CHF	38.6%	<b>43.6%</b>	48.6%	+/- 5%
Obligationen FW	5.6%	<b>10.6%</b>	15.6%	+/- 5%
Aktien Schweiz	5.9%	<b>10.9%</b>	15.9%	+/- 5%
Aktien Welt	15.8%	<b>20.8%</b>	25.8%	+/- 5%
Immobilien	9.2%	<b>14.2%</b>	19.2%	+/- 5%

Die gezeigte Strategie orientiert sich am PPCmetrics-Universum institutioneller Investoren.

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

# Taktische Asset Allokation (5)

## Beispiel:

Jan 1960 - Dez 2008	Strategie	Antizyklisch		Prozyklisch	
		Monatliches Rebalancing	Bandbreiten-Ansatz	Buy-and-Hold	CPPI
Rendite p.a. (brutto)	5.34%	5.34%	5.48%	5.15%	4.95%
Rendite p.a. (netto)	5.34%	5.23%	5.45%	5.15%	4.90%
Volatilität p.a.	5.94%	5.94%	6.02%	7.58%	5.98%
Renditeverlust durch Kosten p.a.	0.00%	0.11%	0.03%	0.00%	0.05%
Maximaler Aktienbestand	31.68%	34.48%	39.68%	61.61%	52.91%
Minimaler Aktienbestand	31.68%	25.74%	22.89%	24.91%	3.59%
Tiefste Rendite	-8.85%	-8.85%	-10.41%	-12.86%	-9.47%
Höchste Rendite	5.96%	5.96%	5.95%	6.50%	5.24%
Tracking Error	0.00%	0.00%	0.50%	2.17%	2.02%
Turnover (Käufe + Verkäufe)	0.00%	20.33%	5.13%	0.00%	8.71%

- ***In der untersuchten Periode erzielte der Bandbreiten-Ansatz die höchste Rendite sowie ein attraktives Rendite-/Risikoverhältnis.***

- Regelbasierter Bandbreiten-Ansatz:
  - Vorteile
    - Strategienähe (geringe Umsetzungsrisiken)
    - Antizyklisches Investitionsverhalten
    - Bei sinnvollen Bandbreiten geringe Transaktionskosten
    - Geringer Überwachungsaufwand
    - Keine Prognosefähigkeit erforderlich
  - Nachteil
    - Prognosen des Investors werden nicht umgesetzt.

- ***Die taktische Asset Allokation resp. der Rebalancing-Mechanismus wird häufig nicht bewusst gesteuert.***
- ***Ein „Bandbreiten-Ansatz“ (regelbasiertes Rebalancing, sobald eine Bandbreite verletzt wird) führt zu einer disziplinierten und antizyklischen Umsetzung des Rebalancings.***
- ***Diese „passive“ Umsetzung der taktischen Asset Allokation stellt eine sinnvolle Alternative zu aktiven Ansätzen oder ad hoc Entscheiden dar.***

- 3 Ebenen des Anlageprozesses
  - Anlagestrategie
  - Taktische Asset Allokation
  - Portfolio Management / Titelselektion
- Die **Anlagestrategie** ist empirisch gesehen von grösster Bedeutung für die Portfoliorendite. Es drängt sich auf, diese bewusst und **aktiv** zu bestimmen.
- Aktives **Portfolio Management (Titelselektion)** ist ein Nullsummenspiel. Auf dieser Ebene bietet eine **passive** (indexierte) Bewirtschaftung Effizienzvorteile.
- Die Ebene der **taktischen Asset Allokation** wird oftmals nicht bewusst gesteuert. Aus empirischer Sicht kann ein „passiver“ Ansatz (**regelbasiertes Rebalancing**) sinnvoll sein.