

Datum: 27. Juli 2001

Der Renditebeitrag der taktischen Mittelzuteilung in der institutionellen Vermögensverwaltung

von Felix Senn und Franz Schumacher*

Taktisch motivierte Entscheide über die Mittelzuteilung beeinflussen die erzielte Rendite wesentlich. Der Einfluss dieser Entscheide wird von institutionellen Investoren gerne unterschätzt und daher selten systematisch gemessen. Die Pensionskasse des Bundes hat mit einer einfachen Performance Attribution diese Lücke in der Überwachung geschlossen.

In der institutionellen Vermögensverwaltung ist ein starker Trend von gemischten Mandaten hin zu fokussierten Kategorienmandaten zu beobachten. Institutionelle Anleger sind zunehmend überzeugt, dass die Spezialisierung auf einzelne Anlagekategorien einen höheren Zusatzertrag erwarten lässt. Weiter wird die fehlende Transparenz der Renditebeiträge in gemischten Mandaten bemängelt. Die Durchmischung von taktischen Entscheiden („Welche Anlagekategorie wird im Verhältnis zum Vergleichsportefeuille übergewichtet?“) und der eigentlichen Titelwahl erschwert eine Analyse der Anlageresultate wesentlich.

In einem institutionellen Portfeuille bestehend aus Kategorienmandaten, können die Entscheide und die Anlageleistung der Vermögensverwalter sehr genau analysiert und beurteilt werden. Dieser Vorteil entsteht, weil die Entscheide betreffend der taktischen Mittelzuteilung (Taktische Asset Allokation, TAA) **neu von einem anderen Entscheidungsträger** getroffen werden. Bemerkenswert ist, dass die Qualität der taktischen Entscheide selten systematisch untersucht und offengelegt wird, obwohl dies eigentlich ohne grossen Aufwand durchführbar und aus Transparenzgründen durchaus erwünscht wäre.

Professionelle institutionelle Investoren legen ihre Mittel gemäss einer auf ihre Anlageziele und Risikofähigkeit abgestimmten strategischen Mittelzuteilung (Strategische Asset Allokation, SAA) an. Sie vergleichen die erzielte Performance mit einer Benchmark, welche ebenfalls aufgrund der SAA zusammengestellt wurde.

In der Regel werden den Vorgaben der SAA Bandbreiten hinzugefügt, in denen sich die tatsächliche Struktur des Anlagevermögens zu bewegen hat. Das hat zur Folge, dass die Wertentwicklung des investierten Vermögens von der Wertentwicklung der Benchmark gemäss SAA **aufgrund einer bewussten taktischen Positionierung**

* Felix Senn, Leiter Portfolio Management, Pensionskasse des Bundes
Dr. Franz Schumacher, Partner, PPCmetrics AG Financial Consulting, Controlling & Research, Zürich

abweichen kann. Durch die Abweichung von der SAA entsteht also ein Renditerisiko, weil die beiden Portefeuilles unterschiedlich auf Marktbewegungen reagieren.

Schon bei relativ geringen taktischen Abweichungen von der SAA wird das erzielte Anlageresultat von den taktischen Entscheiden **merklich beeinflusst**. Es ist mit anderen Worten wichtiger, zur rechten Zeit die Aktien über- oder unterzugewichten, als bei falscher Gewichtung eine positive Mehrrendite auf der Stufe einer einzelnen Anlagekategorie auszuweisen.

Pensionskasse des Bundes (PKB)

Die Gelder der PKB wurden bis Juli 1999 vom Bund zur Durchschnittsrendite der Bundesobligationen, mindestens aber zu 4% verzinst. Ende 1998 wurde vom Parlament der Grundsatzentscheid gefällt, die Anlagestrategie der PKB neu auf die Wertschriftenmärkte auszurichten. Die Guthaben beim Bund sollen innert sechs Jahren ausfinanziert werden.

Ausgangspunkt für die Investitionstätigkeit bildet eine sorgfältig durchgeführte Asset & Liability Studie, welche als Resultat die Anlagenstrukturen der SAA an festgelegten Punkten im Zeitablauf definierte. Die folgende Tabelle 2 zeigt die vom Bundesrat vorgegebene Anlagestrategie.

	Strategie	Bandbreiten
Geldmarkt	2,0 %	2,0 – 30,0 %
Obligationen Schweizerfranken, Fehlbetrag und Hypotheken	46,5 %	36,5 – 56,5 %
Obligationen Fremdwährungen	11,0 %	7,0 – 15,0 %
Aktien Schweiz	16,5 %	13,5 – 19,5 %
Aktien Ausland	19,0 %	15,5 – 22,0 %
Immobilien Schweiz	5,0 %	0,0 – 7,0 %

Die Bewirtschaftung erfolgt pro Anlagekategorie in mehreren Anlageklassen und pro Anlageklasse in diversen Kategorienmandaten. Der PKB ist es erlaubt, innerhalb von vorgegebenen Bandbreiten TAA-Entscheide zu fällen. Im Bewusstsein, dass der gewählte Weg durchaus zu Renditedifferenzen gegenüber der Benchmark führen kann, wurde das externe Investment Controlling um eine regelmässige Analyse der taktischen Mittelallokation mittels Performance Attribution erweitert.

Performance Attribution (PA)

Die Performance Messung stellt fest, *welche* Rendite in einer Betrachtungsperiode absolut und relativ (im Vergleich zur Benchmark) erzielt wurde. Die Performance Attribution erklärt, *wie* die erzielte Rendite zustande kam. Es wird eine Verbindung

hergestellt zwischen einer Entscheidungsvariablen (hier: die relative Über- oder Untergewichtung einer Anlagekategorie) und dem Anlageresultat.

Getreu dem Grundsatz, dass alle resultatwirksamen Entscheidungen systematisch gemessen werden sollten, verfolgt die Analyse primär das Ziel, den Renditebeitrag der verschiedenen Entscheidungsebenen aufzuschlüsseln.

Technisch wird die Analyse mit dem BHB-Ansatz (nach den Autoren Brinson, Hood, Beebower) umgesetzt. Die wesentlichen Vorteile dieser Methodik sind die einfache Anwendbarkeit sowie die klaren Aussagen, welche sich damit erzielen lassen.

Der Ansatz liefert - basierend auf bereits vorhandenen Portfolio-Kennzahlen - die folgenden Renditebeiträge:

- **Selektivität**

Der Selektivitätsbeitrag ergibt sich aus dem Anlageerfolg der zugrundeliegenden Mandate und zeigt damit, ob es den Mandatsverwaltern im Schnitt gelungen ist, durch ihre Titelauswahl die Benchmarkrendite zu übertreffen.

- **Timing**

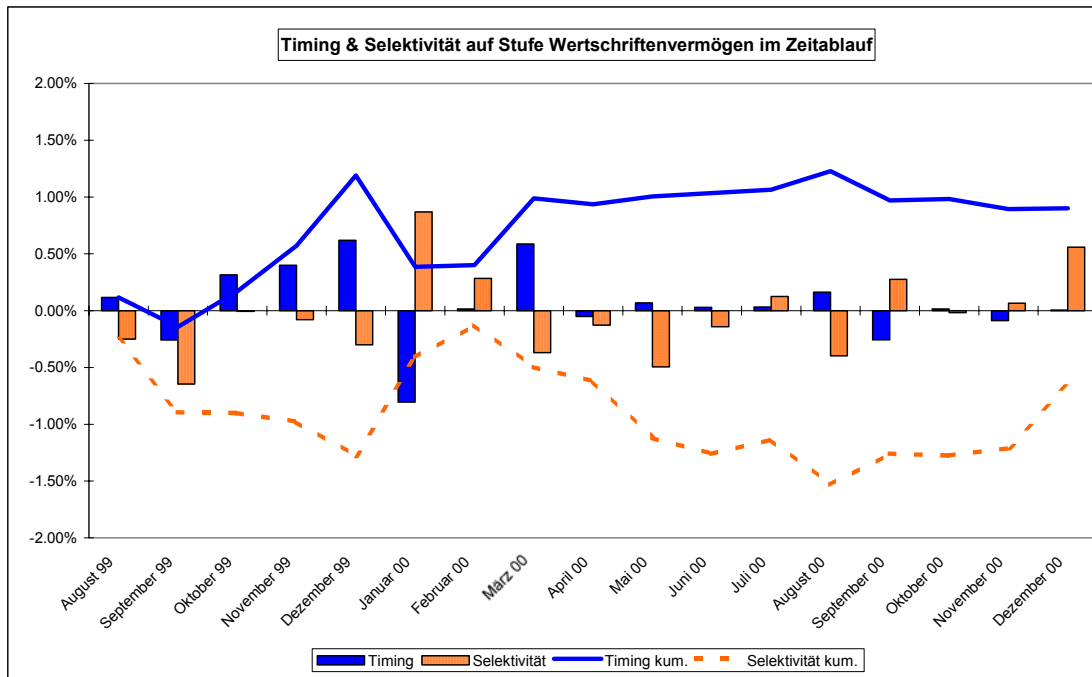
Die Timing-Komponente zeigt den Renditebeitrag, welcher sich durch eine von der Benchmark abweichende taktische Mittelallokation ergibt. Interessanterweise ist die Aussage des Timing-Beitrags je nach Analysestufe unterschiedlich und kumuliert sich daher auch nicht über die verschiedenen Stufen.

Der Effekt von Über- bzw. Untergewichtung wird auf den folgenden Stufen gemessen:

- Sachwerte gegenüber Nominalwerten
- Inland versus Ausland
- Regionen: USA, Europa, Asien
- Mittelzuteilung auf die Portfoliomanager

In der Regel wird die Analyse der verschiedenen Renditebeiträge für eine Monatsperiode durchgeführt. Bemerkenswert ist, dass sich bei korrekter Implementierung die Beiträge im Zeitablauf verknüpfen lassen. Dadurch wird die zeitliche Struktur sowohl des Selektionsbeitrags („Haben die Vermögensverwalter regelmässig einen Mehrwert durch die Titelauswahl erzeugt?“) als auch des Timingbeitrags („In welchem Monat hat sich z.B. die Übergewichtung der Kategorie Aktien Europa gelohnt?“) sichtbar.

Das nachfolgende Beispiel zeigt das Resultat der TAA (Sach- versus Nominalanlagen) des gesamten Vermögens seit Beginn der Investitionen bis Ende 2000.



Die Gesamttrendite des Portfolios (nicht direkt sichtbar) entsprach in der Betrachtungsperiode ziemlich genau derjenigen der Benchmark. Aufgrund dieses Resultats könnte nun fälschlicherweise darauf geschlossen werden, dass eine passive Strategie verfolgt wurde.

Die PA macht den Aktivitätsgrad sichtbar und zeigt im Zeitablauf, wie die Mehrrendite zustande kam. Im konkreten Beispiel *kompensierte* die TAA den negativen Renditebeitrag der Vermögensverwalter. Die Übergewichtung der Sachanlagen bewirkte vor allem im letzten Quartal 1999 einen stark positiven Beitrag. Dagegen war der Beitrag der TAA im Jahr 2000 insgesamt neutral. Auf die gleiche Art und Weise wird die Analyse auf den **anderen** Stufen durchgeführt.

Nutzen für der Entscheidungsträger der PKB

Die Führungsorgane der PKB sind aufgrund der PA in der Lage, klar zwischen dem Performancebeitrag und der Qualität der TAA einerseits und der Anlageleistung der Mandatsträger andererseits zu differenzieren. Über eine längere Zeitperiode erlaubt die Analyse der PA auch schlüssige Aussagen, ob und auf welcher Stufe sich die TAA bezahlt machte. Zusammen mit der nach wie vor notwendigen Analyse der Arbeit der Vermögensverwalter ergibt sich dadurch ein detailliertes Bild der Anlagebewirtschaftung mit der Möglichkeit, das erzielte Resultat den verschiedenen Entscheidungsträgern zuzuordnen.