

ASSET ALLOCATION (III) / Performance des Fondsmanagers wird am Index gemessen

Die richtige Auswahl der Märkte sichert einen großen Teil des Anlageerfolgs

Von BERND RUDOLPH

HANDELSBLATT, Donnerstag, 12.8.1993
FRANKFURT/M. Strategische Asset Allocation geht von den langfristigen Erwartungen über die Asset-Charakteristika aus. Das Ziel ist die Festlegung einer repräsentativen bzw. normalen langfristigen Asset-Mischung (Benchmark). Taktische Asset Allocation bezieht sich dagegen auf die kurzfristigen Analysen, die eine aktuelle Änderung in den Erwartungen der Asset-Charakteristika ergeben; ein Abweichen von der strategischen Allokation soll einen Zusatzbeitrag bewirken. Der Index, der dem Fondsmanagement als Benchmark, also als neutraler Bezugspunkt, dient, hat für das Fondsmanagement die Qualität eines Referenz-Portefeuilles. Die Performance des Fonds wie des Fondsmanagements ist daher auch im Vergleich zur Wertentwicklung dieses Index zu beurteilen.

Neben diesen beiden Begriffen spielt in der Diskussion um das Investmentmanagement noch der Begriff der Dynamischen Asset Allocation eine Rolle, der wenig mit den angesprochenen Strategien zu tun hat. Hier geht es nämlich in der Regel nicht um die Berücksichtigung im Zeitablauf veränderter Erwartungen oder Risikoneigungen, sondern um den Prozeß der Portfolio Insurance. Mit dieser Technik wird in der Regel der Anteil der risikobehafteten Assets im Zeitablauf vergrößert, wenn diese

Assets im Wert steigen und umgekehrt. Damit zielt die Dynamische Asset Allocation auf eine Versicherung oder Garantie des Portfolio-Ertrags. Der Einsatz von Futures auf Marktindizes, z.B. also des Dax-Futures, ist ein beliebtes Mittel der Realisierung einer solchen Strategie.

Ein grundlegender Mangel des traditionellen Investmentmanagements bestand darin, durch die Fixierung auf die Einzelwertauswahl die überragende Bedeutung der Marktselektion im Sinne der Asset Allocation zu unterschätzen. Empirische Studien haben nämlich ergeben, daß die Marktgewichtungen die überragende Determinante des Anlageerfolgs von Portefeuilles oder Fonds darstellen.

Typische Faktoren für die Anlageentscheidung

So sind beispielsweise die Quartalsergebnisse von amerikanischen Pensionsfonds von 1974 bis 1983 mit dem Ergebnis untersucht worden, daß die Asset-Allocation-Entscheidung eine Rendite von 9,44 Prozent bewirkt, die konkrete Umsetzung aber nur 9,01 Prozent gebracht hatte. Insgesamt können in dieser Untersuchung 95 Prozent der Ertragsveränderungen den Asset-Allocation-Entscheidungen zugeordnet werden. Die Autoren Gary Brinson, Brian Singer und Gilbert Beebower haben ihre Untersuchung

für den Zeitraum 1977 bis 1987 fortgeschrieben und bestätigt gefunden, daß die Asset Allocation die bei weitem wichtigste Ertragsquelle des Portfolio-Managements darstellt.

Die bei Asset-Allocation-Entscheidungen typischerweise herausgestellten Faktoren sind der Ertrag als Durchschnittsrendite und das Risiko als Volatilität der Renditen. Es ist aber darauf hinzuweisen, daß das Portefeuille-Management auch die Liquidität der Assets zu kontrollieren hat. So zeigen illiquide Assets häufig eine deutlich bessere Performance als liquide Anlagen, können aber bei zukünftigen Umschichtungen erhebliche Transaktionskosten verursachen. Auch die Wahl des Liquiditätsgrades der Anlagen gehört somit zur Asset-Allocation-Entscheidung.

Die Aussage, daß die Strategische Asset-Allocation-Entscheidung für den Erfolg maßgeblich ist, gilt insbesondere für Engagements auf ausländischen Märkten (internationales Portefeuille-Management). Daß diese Entscheidung nicht trivial ist, zeigt der Vergleich der Performance des japanischen und des amerikanischen Aktienmarktes in den letzten zehn Jahren, der deutliche Renditedifferenzen zutage treten läßt. Im Heimatmarkt erscheint dagegen die Ausgangsbasis für eine Einzelwerte-Selektion deutlich besser. Für Inlandsfonds liegt daher eine gewisse Mischung von passivem und aktivem Portefeuille-Management nahe, wobei aber der „top down“-Ansatz durchgehalten wird, bei dem die Disposition der Einzeltitel erst nach Festlegung der grundlegenden Strategie vorgenommen wird.

Übrigens würde sich auch der in Teil I dieser Folge erwähnte Urlauber in seiner heimatlichen Umgebung mit vermutlich gutem Erfolg einer direkten Hotelauswahl widmen können. Aber mit der Vorabfestlegung auf einen Urlaub in seiner engeren Heimat hätte er eine Vielzahl von Chancen (und Risiken) übergangen, die sein Erlebnisspektrum und seine Erholungsmöglichkeiten bereichert hätten. Diese Chancen und Risiken werden durch einen Asset-Allocation-Ansatz erschlossen, der immer häufiger im Fondsmanagement Verwendung findet und dessen Grundbausteine Gegenstand dieses Überblicks waren.

Prof. Dr. Bernd Rudolph, Universität Frankfurt/M.; abgedruckt im Leistungsbericht der Deka Deutsche Kapitalanlagegesellschaft mbH; Teil I Handelsblatt v. 11.8.93, Teil II Handelsblatt v. 12.8.93. Mit Teil III ist die Serie beendet.

US-WERTPAPIERMÄRKTE / Stabiler Dollar als Anreiz

Europäer investierten kräftig

HANDELSBLATT, Donnerstag, 12.8.1993
vwd NEW YORK. Anleger aus Europa führten im ersten Quartal 1993 die Rückkehr der Auslandsinvestoren an die Wertpapiermärkte in den USA an, teilte die Securities Industry Association (SIA) kürzlich mit. Parallel hierzu hätten US-Investoren ihre Portefeuilles weiter diversifiziert und in der Berichtszeit Auslandsaktien für netto 8,4 Mrd. Dollar sowie ausländische Bonds für 19 Mrd. Dollar gekauft. Die Netto-Anschaffungen ausländischer Anleger in den USA stellten sich im ersten Quartal auf rund fünf Mrd. Dollar, im vierten Quartal 1992 seien es 4,3 Mrd. Dollar gewesen.

Besonders engagiert waren europäische Anleger, die US-Papiere für netto 3,3 Mrd. Dollar kauften, auf die übrigen Investoren entfielen 1,76 Mrd. Dollar. Die Anschaffungen britischer und

schweizerischer Adressen addierten sich laut SIA auf netto 1,28 Mrd. bzw. 1,0 Mrd. Dollar, die deutschen erreichten mit 290 Mill. Dollar den höchsten Stand seit sieben Jahren. Hauptgründe für das Interesse an US-Papieren seien die Dollar-Stabilität und das geringe Wachstum außerhalb der USA gewesen. Umgekehrt hätten die Börsen in Asien und Europa die amerikanischen Investoren mit besseren Renditen angelockt. So seien rund 3,9 Mrd. Dollar in europäische Aktien investiert worden, Netto-Käufe seien aber nur in Dänemark, Portugal und Irland erfolgt. Weiterhin gefragt blieben auch japanische Aktien. Die Netto-Käufe im ersten Vierteljahr hätten 1,7 Mrd. Dollar ausgemacht, in der laufenden Dekade seien bisher für netto 21 Mrd. Dollar Wertpapiere in Japan erworben worden.