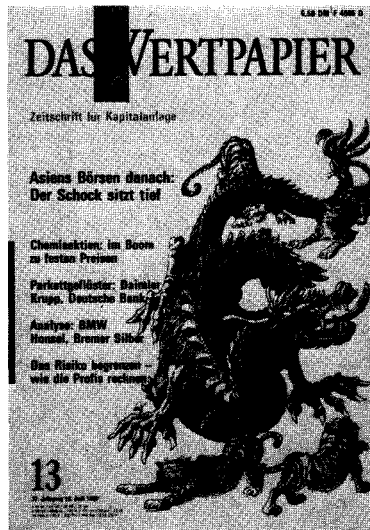


COMMERZBANK CAPITAL MARKETS CORPORATION

**Haben die Börsenprofis die richtigen Lehren
aus dem Crash gezogen?**

**“Tactical Asset Allocation“ –
eine Strategie zur Begrenzung des Risikos,
die jedoch selbst nicht ohne Risiko ist.**

Michael Keppler
Vice President
Investment Strategy & Institutional Sales



Der vorliegende Artikel erschien am 16. Juni 1989
in DAS WERTPAPIER, Zeitschrift für Kapitalanlage, Nr. 13, 37. Jahrgang,
in der Serie: Wie die Profis rechnen.

Nachdruck mit freundlicher Genehmigung des Verlages

German Know-how in Global Investment Banking

INVESTMENT STRATEGY & INSTITUTIONAL SALES

Tactical Asset Allocation: Strategien zur Begrenzung des Risikos

Buy & hold is out, TAA is in! – Das ist die Devise der amerikanischen Portfolio-Manager seit dem Crash im Oktober 1987. TAA steht für Tactical Asset Allocation: die optimale Portefeuille-Aufteilung zwischen Aktien, Renten, Geldmarktanlagen und anderen Investments. Wie das Wort „taktisch“ andeutet, wird die optimale Portefeuille-Mischung – anders als bei der „strategischen“, längerfristigen Anlageplanung – durch kurzfristige Anpassung an Änderungen der Kapitalmarktbedingungen erreicht, die oft erhebliche Portefeuille-Umschichtungen erfordert.

Daß das früher bei professionellen Anlegern eher verpönte Markt-Timing – und Tactical Asset Allocation ist im Grunde nichts anderes als Markt-Timing in einer neuen Verpackung – wieder zu Ehren gelangt ist, hat einen einfachen Grund: Anwender von TAA-Methoden, die ihre Aktienbestände rechtzeitig vor dem „Schwarzen Montag“ verringert oder verkauft hatten, überstanden den Crash unbeschadet oder kamen zumindest mit einem blauen Auge davon, während die meisten Aktienbesitzer von der Verkaufswelle überrascht wurden und viele Fondsmanger die bittere Erfahrung machen mußten, daß die sog. „Portfolio Insurance“ in einer Verkaufspanik keine Versicherung gegen Kursrisiken bieten kann.

Der Schock, ihr Anlagekapital innerhalb eines einzigen Tages um ein Viertel oder Fünftel schrumpfen zu sehen, bewog viele Fondsmanger, nach dem Kurssturz im Oktober 1987 nach wirksameren Methoden der Risikobeschränkung zu suchen, zumal Pensionsfonds in den USA entsprechend einer 1987 eingeführten Bilanzierungsrichtlinie ihre Portefeuilles zu Marktkursen zu bewerten haben und durch das Fondsvermögen nicht abgedeckte Pensionsverbindlichkeiten als Passivposten in der Bilanz des jeweiligen Unternehmens auszuweisen sind.

Zahlreiche Fondsmanger wandten sich daher den von Informationsanbietern und Brokerhäusern gepriesenen Tactical Asset Allocation-Strategien zu, nach denen in den USA heute schätzungsweise 35 Mrd. Dollar verwaltet werden und die sich auch in Europa – insbesondere beim Aufbau internatio-

nal diversifizierter Portefeuilles – zunehmender Beliebtheit erfreuen.

Können diese Strategien halten, was ihre Anbieter versprechen? Diese Frage ist nicht leicht zu beantworten, da unter der Bezeichnung Tactical Asset Allocation die verschiedensten Investment- und Trading-Konzepte vermarktet werden: von der konventionellen Verwaltung gemischter Portefeuilles entsprechend der subjektiven Einschätzung der Kapitalmarktaussichten durch den Vermögensverwalter (vgl. DAS WERTPAPIER 12/89, S. 8 f) bis zu charttechnischen Markt-Timing-Methoden. Angesichts der verwirrenden Vielzahl von TAA-Produkten, mit denen Anleger heute konfrontiert werden, ist gegenüber den Ertrags- und Risikoperspektiven ihrer Anbieter ein gesundes Maß an Skepsis angebracht. Ob es für Anleger, die ihr Risiko beschränken wollen, sinnvoll ist, nach einem TAA-Konzept zu investieren, hängt zunächst von ihrem Anlagehorizont ab, da das Risiko in hohem Maße vom Zeitfaktor abhängig ist.

Aktien schlagen Renten

Wie vergleichende Untersuchungen der Performance von Aktien-, Renten- und Geldmarktanlagen in den USA, Deutschland und der Schweiz gezeigt haben, ist mit Aktien über längere Zeiträume real eine wesentlich höhere Gesamtrendite (Kursveränderungen + Dividenden) zu erzielen als mit festverzinslichen Anlagen. In den USA betrug die durchschnittliche Aktienperformance – gemessen am Standard & Poor's 500 Index – in den letzten 63 Jahren bis einschließlich 1988 nominal 12,1 %, real 8,9 %. Demgegenüber liegen die langjährigen Durchschnittserträge langfristiger Staats- und Industrieanleihen mit real rund 1 % bzw. 1,4 % wesentlich niedriger. Dreimonatige Schatzwechsel boten langfristig gerade Schutz vor Kaufkraftverlusten, mehr nicht.

In der Schweiz entwickelten sich Aktieninvestments nach einer Untersuchung von Daniel Wydler in den 62 Jahren bis einschließlich 1987 mit einer durchschnittlichen Gesamtrendite von nominal 7,1 % pro Jahr um 2,7 % besser als Anleihen. Inflationsbereinigt erzielten Aktienanleger eine Durchschnittsrendite von 4,6 % p. a. gegen-

über einer durchschnittlichen Anleiherendite von nur 2,0 %. In der Bundesrepublik betrug die durchschnittliche Aktienperformance – gemessen am Commerzbank Aktienindex – in den letzten 34 Jahren bis einschließlich 1988 nominal 13,0 %, real 9,8 %, während mit Rentenmarktpapieren real nur 4,1 % und mit Festgeld im Dreimonatsbereich real im Durchschnitt nur 2,6 % p. a. erzielt werden konnten.

Aktieninvestments sind jedoch auch wesentlich riskanter als festverzinsliche Anlagen, da Aktienerträge von Jahr zu Jahr wesentlich stärker fluktuieren oder – wie Statistiker sagen würden – eine größere Standardabweichung aufweisen als Renten- oder Geldmarkterträge. So schwankten beispielsweise die jährlichen Erträge am deutschen Aktienmarkt in den letzten 34 Jahren real zwischen + 87,0 % (1959) und – 35,3 % (1987). Doch über längere Anlageperioden fallen die Schwankungen zunehmend kleiner aus, das Verlustrisiko verringert sich, und die Performance nähert sich immer mehr dem langjährigen Durchschnittswert an.

Je länger der Meßzeitraum, desto deutlicher tritt der Performance-Unterschied zwischen Aktieninvestments und festverzinslichen Anlagen zutage. Nach den Berechnungen des Institute for Econometric Research wäre ein Dollar im Jahr 1871 in US-Aktien investiert bis Mitte 1988 inflationsbereinigt auf 7 548 Dollar angewachsen, während sich ein Dollar in T-Bills angelegt bis Mitte 1988 real nur verachtfacht hätte.

Nur während vergleichsweise kurzer Zeiträume war in den USA mit festverzinslichen Anlagen mehr zu verdienen als am Aktienmarkt. In 80 % aller Fünfjahresperioden zwischen 1938 und 1987 erzielten Aktienanleger höhere Erträge als Anleihe- oder T-Bill-Besitzer. In 11 % aller Fünfjahreszeiträume lieferten Geldmarktanlagen die höchsten Erträge, und nur 9 % der Zeit lagen die Anleihebesitzer vorne. In Deutschland waren in 63 % aller Fünfjahresperioden zwischen 1955 und 1988 am Aktienmarkt höhere Erträge zu erzielen als am Renten- oder Geldmarkt. TAA-Strategien zur Begrenzung des Anlage Risikos sind demnach für kurzfristig orientierte Anleger interessanter als für Investoren mit einem längerfristigen Anlagehorizont. Letzteren sollten kurz-

fristige Kursausschläge am Aktienmarkt keine schlaflosen Nächte bereiten, da sie auf lange Sicht bei Aktieninvestments mit einer im Vergleich zu Renten- oder Geldmarktanlagen wesentlich höheren Gesamrendite rechnen können.

Im Hinblick auf die Zeitabhängigkeit des Anlagerisikos nehmen viele Fondsmanager in den USA für verschiedene Anlageperioden bestimmte fixe Portfeuilleaufteilungen vor, wobei der Aktienanteil umso größer ist, je länger der gewählte Anlagezeitraum ist. Bei gemischten Aktien- und Rentenportfeuille gilt als Faustregel ein Verhältnis von 60 zu 40 bei einem fünfjährigen Anlagehorizont, 80 zu 20 bei einem zehnjährigen Horizont und 90 zu 10 bei einem 15jährigen Horizont.

Chancen und Risiken ungleich verteilt

Da Aktienanleger in 143 Jahren der 200jährigen amerikanischen Börsengeschichte – also über 70 % der Zeit – positive Erträge erzielten, da – anders ausgedrückt – die Chance, daß die Aktienkurse steigen, langfristig erheblich größer ist als das Risiko fallender Kurse, ist es außerordentlich schwierig, mit Markt-Timing-Konzepten über längere Zeiträume bessere Ergebnisse als mit einer Kauf-und-Halte-Strategie zu erzielen. Die zur Verringerung des Verlustrisikos entwickelten Markt-Timing-Konzepte sind also selbst mit einem beträchtlichen Risiko verbunden: dem Risiko einer unterdurchschnittlichen Performance.

Wie schlecht die Chancen der Markt-Timer stehen, überdurchschnittliche Portfolio-Erträge zu erzielen, demonstrierte Robert H. Jeffrey 1984 am Beispiel einer hypothetischen vierteljährlichen Timing-Strategie, bei der der Investor die Möglichkeit hat, zwischen einer Anlage im Standard & Poor's 500 Index und in dreimonatigen T-Bills zu wechseln. Über verschiedene Zeiträume von 7 bis 57 Jahren stand der im günstigsten Fall erzielbare Mehrertrag und der im schlechtesten Fall realisierte Minderertrag etwa im Verhältnis von 1 zu 2. Mit anderen Worten, der Mehrertrag des Glückspilzes, der in jedem Quartal in der Anlagealternative mit der höheren Gesamrendite investiert gewesen wäre, wäre nur halb so groß gewesen wie der Minderertrag des Pechvogels, der sich in jedem Quartal für die Anlage mit dem niedrigeren Ertrag entschieden hätte.

Die Chancen, mit Tactical Asset Allocation-Konzepten langfristig bessere Ergebnisse zu erzielen als mit einer fixen Portfeuille-Aufteilung, stehen auch im Hinblick auf die damit verbun-



denen hohen Transaktionskosten nicht gerade günstig. TAA-Strategien sollten daher nur von Investoren in Erwägung gezogen werden, die das kurzfristige Verlustrisiko höher einschätzen als das Risiko einer langfristig unterdurchschnittlichen Performance.

Viel Lärm um nichts?

Über aller Bewunderung für die Markt-Timer, die den Börsenkrach des Jahres 1987 erfolgreich umschiffen haben, sollte man nicht vergessen, daß die meisten von ihnen bereits lange vor dem Höhepunkt der Hausse Ende August 1987 dem Aktienmarkt den Rücken gekehrt hatten und die auf den Kurseinbruch folgende Rallye vielfach verpaßten. Ultimo 1987 stand der Dow-Jones-Index für Industriewerte trotz des nur knapp zweieinhalb Monate vorher erlittenen größten Tagesverlusts in der Geschichte der amerikanischen Börse um 43 Punkte höher als Ultimo 1986; und ein Anleger, der Ende 1986 in den Standard & Poor's 500 Index investiert hätte, hätte im Jahr des schlimmsten Börsenkrachs seit 1929 eine Gesamrendite von immerhin 3,3 % erzielt.

Da TAA-Strategien anders als Techniken der Portfolio Insurance nur selten auf reinen Trading-Regeln beruhen, sondern in den meisten Fällen zur praktischen Umsetzung bestimmter Investmenttheorien entwickelt wurden, sollte sich ein Investor, der die Anwendung eines TAA-Konzepts trotz der dargestellten Probleme aufgrund von Risikoüberlegungen grundsätzlich für sinnvoll erachtet, nur dann für eine bestimmte Strategie entscheiden, wenn sie mit seiner eigenen Anlagephilosophie vereinbar ist. Das Fachchinesisch der „Quants“ – wie die Architekten der TAA-Konzepten zugrundeliegenden mathematischen Modelle in den

USA bezeichnet werden – sollte potentielle Anwender nicht davon abhalten, den Annahmen, auf denen diese Konzepte beruhen, auf den Grund zu gehen und sich zu fragen, wie plausibel diese Annahmen sind.

Geht es ohne Prognosen?

Rund 80 bis 90 % der in den USA angewandten TAA-Modelle arbeiten mit Ertrags- und Risikoschätzungen. Der Output dieser Modelle kann selbstverständlich nur so gut wie der Input sein. Die durchschnittlichen Schätzfehler, die bei Zinsprognosen und Gewinn-schätzungen auftreten, sind jedoch – wie in zahlreichen amerikanischen Untersuchungen nachgewiesen wurde – so hoch, daß die weitverbreitete Praxis, Investmententscheidungen auf Prognosen zu gründen, zumindest für die US-Kapitalmärkte in Frage gestellt werden muß. Die erfolgreichsten Investoren in den USA gehen andere Wege, so der heute bereits legendäre Warren Buffett, nach dessen Ansicht Prognosen „mehr Aufschluß über die Prognostiker als über die Zukunft geben“.

Wer überzeugt ist, daß die Kapitalmärkte effizient sind und Vertrauen in die Schätzungen von Ökonomen und Kapitalmarktexperten hat, ist mit den Dividend Discount- und Capital Asset Pricing-Modellen der Anhänger der „Modernen Portfolio-Theorie“ möglicherweise gut beraten. Wer sich jedoch fragt, ob der amerikanische Aktienmarkt 1972, als die Polaroid-Aktie einen Höchststand von \$ 149 erreichte, oder 1974, als sie nur noch \$ 14 wert war, effizient war, und wer den Verdacht nicht loswerden kann, daß richtige Prognosen oft mehr mit Glück als mit Verstand zu tun haben, wird wahrscheinlich TAA-Strategien vorziehen, die darauf abzielen, Kapitalmarktineffizienzen aufzudecken und zu nutzen. Solchen Strategien liegen über lange Zeiträume statistisch getestete monetäre Indikatoren, realwirtschaftliche Daten und/oder Bewertungsfaktoren zugrunde. Portfeuille-Umschichtungen werden im Rahmen dieser TAA-Konzepte bei extremen Abweichungen von langjährigen Durchschnittswerten vorgenommen, die eine Verschiebung der relativen Attraktivität der analysierten Anlagealternativen anzeigen.

Disziplin und Geduld führen zum Ziel

Bei der Übertragung von Bewertungskonzepten, die sich am US-Aktienmarkt langfristig als außerordentlich erfolgreich erwiesen haben, auf die Ebene der Asset Allocation-Entschei-

dung kommen die Vorteile quantitativer Modelle, die eine systematische Analyse der wichtigsten Einflußfaktoren auf die Ertragsentwicklung der untersuchten Anlageinstrumente ermöglichen, voll zum Tragen. Sie bringen Disziplin in den Prozeß der Portefeuille-Strukturierung und können Investoren und Fondsmanager davor bewahren, sich blind der herrschenden Börsenmeinung anzuschließen. „The investor's chief problem – and even his worst enemy – is likely to be himself“, konstatierte der Altvater der amerikanischen Wertpapieranalyse, Benjamin Graham. Leistungsfähige Bewertungsmodelle können dem Anleger dieses Problem abnehmen und ihn gewissermaßen vor sich selbst schützen.

Kritiker von Value-Konzepten weisen zwar zurecht darauf hin, daß ihre Anwender unter Umständen veranlaßt werden, sich zu früh in unterbewerteten Anlagen zu engagieren und sich bei Erreichen eines überhöhten Bewertungsniveaus zu früh vom Markt zu verabschieden, da Unterbewertungen von den meisten Marktteilnehmern häufig erst spät erkannt und Überbewertungen in Phasen der spekulativen Überhitzung längere Zeit ignoriert werden können. Doch wird dieser Nachteil durch das im Vergleich zu vielen

anderen Tactical Asset Allocation-Konzepten geringere Risiko von TAA-Strategien, die auf Bewertungsvergleichen beruhen, aufgewogen. Letztere bieten, wie die Ergebnisse der von Commerzbank Capital Markets Corp. nicht nur zur Portefeuilleaufteilung zwischen Aktien und festverzinslichen Anlagen sondern auch zur Länder- und Aktienausswahl entwickelten quantitativen Bewertungsmodelle zeigen, bessere Erfolgchancen als Versuche, kurzfristigen Trends auf der Spur zu bleiben oder die zukünftige Ertragsentwicklung an den Kapitalmärkten vorherzusagen.

Historische Vergleiche ermöglichen nicht nur eine objektive Beurteilung der relativen Attraktivität von Investments als Grundlage für eine optimale Portefeuille-Aufteilung, sondern könnten möglicherweise auch Hinweise darauf liefern, wie erfolgsversprechend TAA-Konzepte – zumindest für die amerikanischen Kapitalmärkte – in den nächsten Jahren sein werden. Von Anfang 1982 bis Ende 1988 wurde am US-Aktienmarkt mit 17,2 % eine jährliche Gesamtrendite erzielt, die um 8,1 % höher lag als der jährliche Gesamtertrag in den vorangegangenen 56 Jahren (von 1926 bis 1981). 1988 war bereits das siebte Jahr, in dem am US-Aktienmarkt

in ununterbrochener Reihenfolge positive Erträge erzielt wurden. Die zweitlängste Periode ohne Verlustjahr in der amerikanischen Börsengeschichte der Nachkriegszeit begann 1947 und dauerte sechs Jahre.

Heißt dies, daß sich TAA-Strategien – die man als Versicherung gegen scharfe Kurseinbrüche interpretieren könnte, für die in Haussezeiten Prämien zu bezahlen sind – in den nächsten Jahren als überdurchschnittlich erfolgreich erweisen könnten? Unter dem Aspekt der kurzfristigen Risikobeschränkung muß diese Frage wohl bejaht werden. Unter längerfristigen Ertragsaspekten ist die Antwort aufgrund der ungleichen Verteilung von Chancen und Risiken bei weitem nicht so eindeutig. Sicher ist an der Börse leider nur die Erkenntnis J. P. Morgans: „The market will fluctuate.“ ■

Michael Keppler

Der Verfasser dieses Beitrags ist als Vice President der Commerzbank Capital Markets Corp., New York, für die globale Anlagestrategie und die Betreuung institutioneller Anleger verantwortlich (Teil 1 erschien in Heft 12/1989).