Systematisch investieren – sechs Wege zum Erfolg

STYLE INVESTING *Viele Wege führen zum Ziel. Wir stellen sechs Strategien vor. Sie sind geprägt durch systematisches und diszipliniertes Vorgehen, unterscheiden sich in der Umsetzung und finden sich im Erfolg wieder.*

1_Quantitatives Investieren – langfristig, kosteneffizient und risikobewusst

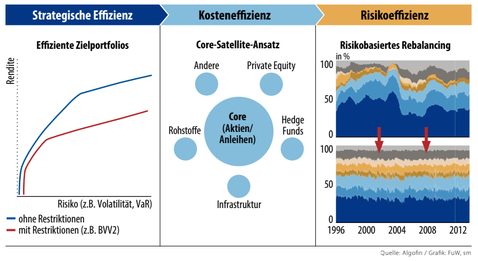
Lidia Bolla und Hagen Wittig, Algofin

Quantitatives Investieren im Sinne eines ganzheitlichen Ansatzes nutzt finanzmathematische Erkenntnisse im gesamten Anlageprozess. Der Ansatz ermöglicht institutionellen Investoren eine systematische langfristige Orientierung sowie ein hohes Kosten- und Risikobewusstsein. Quantitatives Investieren beginnt bei der Strategiedefinition. Mit optimierten Mean-Varianz-Analysen und Weiterentwicklungen des Modells (z.B. Mean-VaR-Optimierung für Anlagekategorien mit nicht normalverteilten Renditen) wird ein effizientes Zielportfolio bestimmt. Das sind diejenigen Kombinationen der verfügbaren Kategorien, die bei einem bestimmten Risiko die maximale erwartete Rendite generieren. Bei der Portfoliomodellierung können spezifische Restriktionen des Investors berücksichtigt werden (z. B. BVV2).

Die Empirie zeigt, dass es aktiven Vermögensverwaltern in der Regel nicht gelingt, längerfristig systematisch, risikobereinigt und nach Transaktionskosten eine über dem Markt liegende Rendite zu erzielen. So wird das Gros mit passiven, kostengünstigen Strategien in klassische Anlagekategorien wie Obligationen und Aktien investiert. Der verbleibende Teil fliesst aktiv in sog. Satelliten, um zusätzliche Risikoprämien ins Portfolio zu integrieren und Diversifikationseffekte zu erzielen.

Ein weiterer Vorteil des ganzheitlichen Ansatzes des quantitativen Investierens liegt in der Möglichkeit einer risikoeffizienten Steuerung des Portfolios über den Zeitverlauf. Traditionell werden bei Portfolioumschichtungen (Rebalancing) nur die bewertungsbasierten Gewichte, nicht aber die Risikobeiträge der einzelnen Anlagekategorien berücksichtigt. Weil jedoch die Risiken der einzelnen Kategorien sowie die Korrelation der Anlagesektoren zueinander über den Zeitverlauf teilweise starken Verschiebungen unterworfen sind, kann eine ungewollte Risikokonzentration im Portfolio entstehen. Die Integration einer Risikodimension ins systematische Rebalancing-Konzept steuert dem entgegen und führt im Zeitverlauf zu einem wesentlich stabileren Risikoprofil des Portfolios.

Der ganzheitliche Ansatz des quantitativen Investierens bietet institutionellen Anlegern die Möglichkeit, eine langfristige Orientierung der Vermögensanlage, eine starke Kostensensibilität sowie ein hohes Risikobewusstsein mithilfe von finanzmathematischen Erkenntnissen innerhalb einer Anlagestrategie effizient zu integrieren. Dadurch lassen sich die zukünftigen finanziellen Verpflichtungen des institutionellen Investors mit einer hohen Planungssicherheit, zu überschaubaren Kosten und mit einem kontrollierten Risikobudget erfüllen.



Quelle: Algofin / Grafik: FuW, sm

2_Minimum-Varianz oder die Geburt effizienter Portfolios

Pius Zgraggen, OLZ

Die Dissertation von Harry Markowitz 1952 ist die Geburtsstunde der modernen Portfoliotheorie und damit auch diejenige effizienter Portfolios, unter die das Minimum-Varianz-Portfolio fällt. Markowitz' Arbeiten fokussieren auf das individuelle Verhalten von Investoren, etwa wie ein Anleger sein Portfolio optimiert: Es wählt dasjenige, das bei gegebenem Risiko die höchste erwartete Rendite erzielt, das sogenannte effiziente Mean-Variance-Portfolio.

Markowitz erhielt den Tipp für seine Dissertation nicht von einem der renommierten Uni-Professoren, sondern von einem Aktienhändler, mit dem er zufällig ins Gespräch kam: «Warum schreiben Sie nicht etwas über den Aktienmarkt, bei dem Sie Ihre gelernten ökonometrischen Techniken anwenden?» Dieser Idee ging er nach und fand die mathematische Lösung für ein grundlegendes Problem: die Bestimmung des Risikos eines Portfolios. Die Formel für die Varianz von Zufallsvariablen stand im Buch von James Victor Uspensky über die Einführung in die Wahrscheinlichkeitsrechnung von 1937.

Anleger, die ins Minimum-Varianz-Portfolio investieren, profitieren von der Tatsache, dass es das einzige effiziente Mean-Variance-Portfolio ist, bei dem nur eine Risiko- und keine Renditeschätzung notwendig ist. Risiken können zuverlässiger geschätzt werden als Renditen.

Im Gegensatz zu Harry Markowitz, der sich auf einzelne Investoren konzentrierte, nahmen Sharpe (1964) und Lintner (1965) in ihrem CAPM an, dass sich alle Investoren nach Markowitz' Mean-Variance-Regel effizient verhalten. Ihr Gleichgewichtsmodell beschreibt einen linearen positiven Zusammenhang zwischen Rendite und Risiko (Beta). Das wurde später von verschiedenen Untersuchungen relativiert. Haugen/Baker (1991/2012) wiesen gar einen negativen Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite nach. Das heisst: Aktien mit einer tiefen Kursschwankung schneiden langfristig besser ab als solche mit einer hohen Kursschwankung. Das Potenzial dieser sogenannten Low-Volatility-Prämie ist signifikant.

Die Low-Volatility-Prämie ist eine direkte Folge des Herdentriebs und des Benchmarkdenkens der Mehrheit der Anleger. Eine steigende Zahl investiert in dieselben kapitalgewichteten (passiven) Indizes. Auch aktive Manager weichen nur von der Benchmark ab, wenn die erwartete Mehrrendite hoch ist. Beides führt dazu, dass Aktien mit hohem Risiko bevorzugt und Titel mit tiefer Volatilität systematisch vernachlässigt werden. Deshalb sinkt ihr Wert und steigt die (erwartete) Rendite relativ zum Markt. Dies erklärt, warum systematisches Anlegen in Titel mit tiefer Volatilität eine Outperformance erzielt. Die Erfahrung der letzten Jahre zeigt, dass immer mehr Investoren gemäss Standardindex anlegen. Das sind gute Aussichten für die Low-Volatility-Prämie: Sie dürfte noch lange nicht verschwinden.

Minimum-Varianz eignet sich für risikobewusste Investoren, die strategisch denken und die Spekulation meiden. Sie erhalten ein optimal diversifiziertes Portfolio mit dem kleinstmöglichen Risiko, das sich besonders bei Marktkorrekturen als robust erweist und deutlich weniger an Wert verliert als der Index. Mittelfristig lässt sich durch die beschriebene Low-Volatility-Prämie eine Mehrrendite zum Marktdurchschnitt erwirtschaften.

Die Minimum-Varianz-Strategie bietet sozusagen den Fünfer und das Weggli:

- Mehr Rendite im Vergleich zur Benchmark dank der optimalen Abschöpfung der Low-Volatility-Prämie.
- Mehr Sicherheit durch tiefere Wertschwankung und deutlich geringere Verluste bei Marktkorrekturen dank optimierter Portfoliostruktur.

Outperformance mit Titeln tiefer Volatilität

	Rendite September in %			Rendite 2015 in %			Volatilität[1] in %	
	OLZ	Benchmark	Mehrrendite	OLZ	Benchmark	Mehrrendite	OLZ	Benchmark
Aktien Schweiz	–3,0	–3,4	0,4	3,7	–2,0	5,7	9,8	11,2
Aktien Welt ex. CH	–1,1	–2,7	1,6	–4,5	–7,8	3,3	11,8	14,4
Aktien Welt ex. CH (Fr. hedged)	–2,0	–3,5	1,5	1,4	–5,2	6,6	8,8	10,7
Aktien Emerging Markets	–1,2	–2,2	1,0	–14,1	–17,1	3,0	11,2	12,9

Werte per 30.9.2015 [1] *Volatilität (Kennzahl für Wertschwankung) seit Lancierung der Umsetzung* Quelle: OLZ

3_Mit Megatrends erfolgreich positioniert

Kay Fischer, Helvetic Trust

Der Grundgedanke, in Megatrends zu investieren, die die Gesellschaft über Jahre hinweg nachhaltig prägen, wurde von Helvetic Trust vor fünfzehn Jahren unter dem Begriff Trendallokation ins Leben gerufen und seither stetig weiterentwickelt. Seit dem Jahr 2000 hat das Portfolio jährlich eine durchschnittliche Outperformance von 4,82% gegenüber dem MSCI ACWI (in Franken) erzielt – mit Ausnahme von 2011 und 2014.

Das Ziel der Trendallokation ist ausser der Generierung von Outperformance durch die richtige Auswahl der zehn GICS-Sektoren (Global Industry Classification Standard), den mittelfristig bis langfristig orientierten strategischen Investor von der Psychologie der Aktienmärkte (Behavioural Finance) zu befreien.

Die Umsetzung basiert auf einem Sektorrotationsmodell innerhalb einer global diversifizierten Long-only-Aktienstrategie. Die zehn GICS-Sektoren werden quartalsweise in High-Risk- beziehungsweise Low-Risk-Sektoren eingestuft. Die strategische Ausrichtung wird mit einer disziplinierten, auf fundamentalen und technischen Kriterien basierenden Bottom-up-Aktienauswahl umgesetzt. Aus einem Universum von weltweit rund 6000 Unternehmen mit einer jeweiligen Marktkapitalisierung von über 1 Mrd. $ treffen wir mit einem speziell entwickelten Algorithmus eine Vorauswahl, die dann genauer analysiert und verfeinert wird.

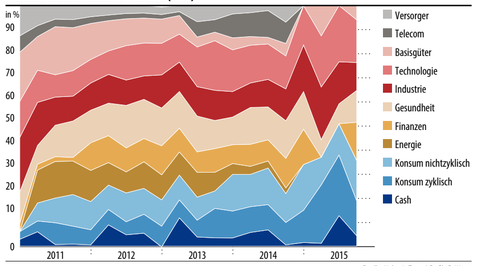
Aufgrund des disziplinierten Absicherungsmechanismus ist die Trendallokation als Basisinvestment im Aktienbereich für alle Anleger geeignet. Besonders interessant ist sie jedoch für institutionelle Investoren auf der Suche nach Strategien, die in allen Marktphasen die Chance auf eine Outperformance bieten.

Nach der Einteilung der GICS-Sektoren in High Risk und Low Risk investieren wir in die Sektoren mit niedrigem Risiko und hohem Wachstumspotenzial. Die daraus resultierende grosse Abweichung von der Benchmark führt zu einer leicht höheren Volatilität in den Aufwärtsbewegungen. Zu einer erfolgreichen Absicherungsstrategie gehören das rechtzeitige Opening wie auch das rechtzeitige Closing. Findet dies nicht im richtigen Moment statt, kann es Absicherungs-Overlay-Performance kosten. Das Portfolio wird im Fall einer Absicherung mit Beta-Hedge anhand von Futures-Kontrakten der entsprechenden Märkte bis zu 100% abgesichert. Der Hedge wird entsprechend dem hauseigenen Absicherungsindikator stufenweise angepasst, Fremdwährungen werden nicht abgesichert.

Eine aktive Sektorstrategie ist in einer global ausgerichteten Welt unerlässlich. Im Vergleich dazu ist eine auf Regionen und Länder fokussierte Aktienstrategie wegen der gesunkenen Risikoprämie weniger rentabel. Das liegt primär an der deutlich gestiegenen Korrelation unter den Regionen, die sich in den letzten vierzig Jahren auf ca. 0,8 verdoppelt hat.

In Zeiten niedriger Zinsen werden die Aktienmärkte an Volatilität nicht verlieren, daher ist eine aktive und disziplinierte Absicherung gerade für institutionelle Investoren zwingend. Die aktive Sektorstrategie in bullischen Marktphasen mit Absicherung von mittleren und grösseren Rückschlägen führt langfristig zu deutlich höherer Performance bei geringerem Risiko.

Globales Industrieklassen-Schema (GICS)



Quelle: Helvetic Trust / Grafik: FuW, sm

4_Value Investing ist, einen Franken für sechzig Rappen zu kaufen

Thomas Braun und Georg von Wyss
BWM Braun, von Wyss & Müller

Das Konzept, nur in Aktien zu investieren, die deutlich unter ihrem wirtschaftlichen Wert – auch innerer oder fairer Wert genannt – notieren, geht auf Benjamin Graham, den Vater der modernen Finanzanalyse und Lehrmeister vieler erfolgreicher Investoren, nicht zuletzt Warren Buffett, zurück. Dank diesem Ansatz erhält der Anleger eine Sicherheitsmarge, die sogenannte Margin of Safety, die vor nachhaltigen Verlusten schützt, wenn man den Unternehmenswert zu optimistisch eingeschätzt hat oder es zu negativen Überraschungen kommt. Vor allem aber resultiert eine Zusatzrendite gegenüber dem Gesamtmarkt, da die Börse in der Regel die Unterbewertung früher oder später korrigiert – die sogenannte Value-Prämie.

Akademische Studien zeigen regelmässig, dass diese langfristig mindestens zwei bis drei Prozentpunkte pro Jahr beträgt. Unser Classic Global Equity Fund erreichte über die gut siebzehn Jahre seines Bestehens gegenüber dem Vergleichsindex MSCI World eine Outperformance von jährlich über sieben Prozentpunkten.

Wären die Märkte vollkommen rational, gäbe es keine Value-Prämie. Doch jeder erfahrene Anleger weiss, dass die Börse immer wieder nach oben und nach unten übertreibt, wie zum Beispiel die Internetblase oder die Finanzmarktkrise gezeigt haben. Robert Shiller hat im Jahr 2013 den Nobelpreis für den Nachweis erhalten, dass weniger als die Hälfte der Kursschwankungen der US-Börse durch fundamentale Bewertungsmethoden erklärbar ist. Er hat aber auch gezeigt, dass die Kurse immer wieder auf den fairen Wert zurückkommen, die Börse somit mittelfristig rational ist.

Kaufgelegenheiten gibt es für Value-Investoren auch, wenn die Anleger auf negative Unternehmensmeldungen – beispielsweise Probleme, die lösbar oder insgesamt nicht so wichtig sind – überreagieren (Costa-Concordia-Havarie) oder wenn ein ganzer Sektor aus der Mode gerät (Microsoft und andere IT-Dinosaurier).

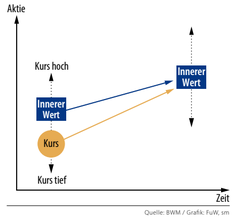
In der Praxis gibt es verschiedene Varianten des Value Investing. Sie reichen von rein quantitativen, massiv diversifizierten Ansätzen zu sehr fokussierten, die auf detaillierter Analyse der Unternehmen basieren. Letzterem folgen wir. Wir schätzen den Gewinn beziehungsweise den Cashflow, den eine Gesellschaft über einen Branchenzyklus durchschnittlich verdienen kann, und multiplizieren ihn mit den entsprechenden Bewertungskennziffern wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis, die die Börse dem Unternehmen im Durchschnitt des Zyklus zuschreibt.

Diese Arbeit beruht auf unserem eigenen Research. Mit allen anderen Value-Ansätzen hat sie gemeinsam, dass zuerst der innere Wert bestimmt und dann nur mit einer Sicherheitsmarge gekauft wird.

Der Value-Stil eignet sich für alle, die langfristig eine überdurchschnittliche Rendite erzielen wollen. Allerdings erfordert er auch Geduld, denn es dauert manchmal mehrere Jahre, bis die Kurse zum inneren Wert zurückfinden. Zudem muss ein Value-Investor mit vorübergehenden Kurseinbussen und Abweichungen vom Index leben und sie sowohl finanziell als auch psychologisch verkraften können.

Vielen Anlegern fehlen diese Eigenschaften. Das erklärt, weshalb Value Investing immer noch eine Überrendite bringt, obwohl seine langfristige Überlegenheit schon seit bald hundert Jahren bekannt ist.

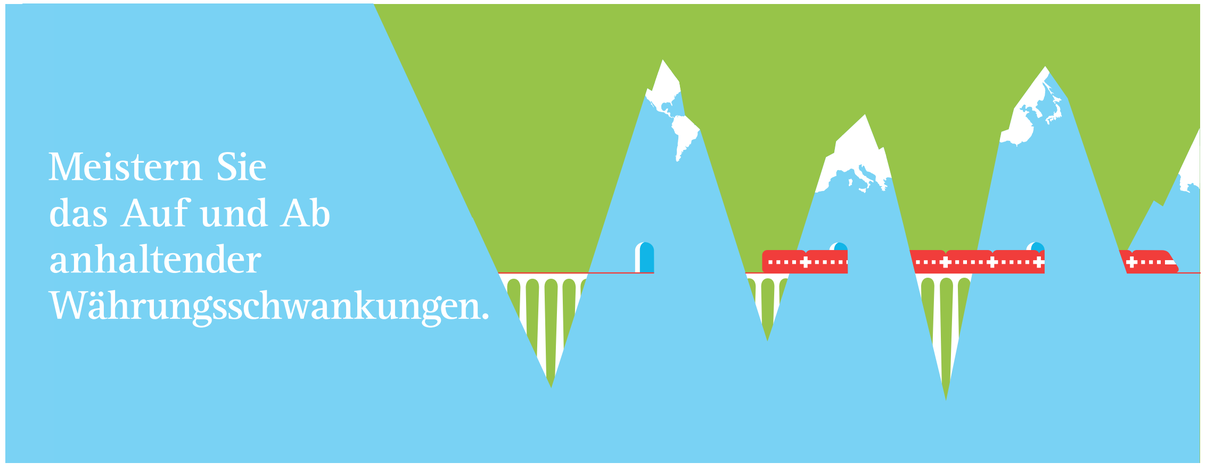
Unterbewertung steigert Ertrag



Quelle: BWM / Grafik: FuW, sm

Fortsetzung auf Seite 10

Anzeige



Die Expertise von BlackRock für iShares Exchange Traded Funds (ETFs) nutzen.

Verstehen: Investoren könnten sich bei der Suche nach höheren Renditen unnötigen Währungsrisiken aussetzen.

- Nach der Verkaufswelle im Sommer sind japanische und europäische Aktien-Bewertungen attraktiv und Schwellenländer-Obligationen erzielen weiterhin über 5%.[1]
- Die globale Währungsvolatilität hat sich im letzten Jahr verdoppelt.[2]

Handeln: Minimieren Sie Währungsrisiken und erhöhen Sie Ihre Renditechancen mit unserem CHF-abgesicherten Aktien- und Obligationenangebot.

iShares MSCI EMU CHF Hedged UCITS ETF
iShares MSCI Japan CHF Hedged UCITS ETF
iShares J.P. Morgan $ EM Bond CHF Hedged UCITS ETF

Intelligentes Investieren. iShares.ch

BlackRock. Die Fondsgesellschaft, der weltweit am meisten Geld anvertraut wird.[3]

iShares by BLACKROCK®

[1]Quelle: Bloomberg, Stand 18.09.2015. Schwellenländer-Obligationen werden durch den JP Morgan EMBI Global Core Index zum 30.06.15 wiedergegeben. [2]Gemessen am Deutschen Bank CVIX Index (globale Währung Volatilitätsindex) zwischen 27.08.14 (5,82) und 27.08.15 (10,59), eine Zunahme um 45,04%. Quelle: Bloomberg, Stand 27.08.15. [3]Mit einem verwalteten Vermögen (AuM) von 4,721 Billionen US-Dollar am 30.06.2015, BlackRock. Die iShares ETFs sind in Irland domiziliert. BlackRock Asset Management Schweiz AG, Bahnhofstrasse 39, CH-8001 Zürich, fungiert als Schweizer Vertreter und JPMorgan Chase Bank, National Association, Columbus, Niederlassung Zürich, Dreikönigstrasse 21, 8002 Zürich, ist die Zahlstelle der Fonds. Der Prospekt, die wesentlichen Informationen für die Anlegerinnen und Anleger, die Satzung sowie die jüngsten und sämtliche früheren Jahres- und Halbjahresberichte sind kostenlos beim Schweizer Vertreter erhältlich. Die Anleger sollten die in den Wesentlichen Informationen für die Anlegerinnen und Anleger und im Prospekt erläuterten fondsspezifischen Risiken lesen. „J.P. Morgan" und „J.P. Morgan EMBISM Global Core Index" sind Marken von JPMorgan Chase & Co., die zur Nutzung für bestimmte Zwecke durch BlackRock Institutional Trust Company, N.A. („BTC") lizenziert wurden. iShares® ist eine eingetragene Marke von BTC. J.P. Morgan ist Indexanbieter des zugrunde liegenden Index. J.P. Morgan ist kein verbundenes Unternehmen des Fonds, von BFA, von State Street, des Distributors oder eines ihrer jeweiligen verbundenen Unternehmen. J.P. Morgan bietet Finanz-, Wirtschafts- und Investmentinformationen für die Finanzwelt. J.P. Morgan ermittelt und unterhält den J.P. Morgan EMBISM Global Core Index, den J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Plus, den J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global und den Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Ergänzungen und Streichungen von Wertpapieren in den Emerging Market Bond Indizes sind nicht als Beurteilung des Anlageerfolgs eines Wertpapiers zu verstehen. iShares Fonds werden von MSCI nicht gefördert, empfohlen oder beworben. MSCI übernimmt keine Haftung für diese Fonds oder für Indizes, auf denen diese Fonds beruhen. Der Prospekt enthält ausführlichere Informationen über die beschränkte Beziehung, die MSCI zu BlackRock Advisors (UK) Limited und eventuellen verbundenen Fonds unterhält. © 2015 BlackRock, Inc. Sämtliche Rechte vorbehalten. BLACKROCK, iSHARES und das stilisierte i-Logo sind eingetragene und nicht eingetragene Handelsmarken von BlackRock, Inc. oder ihren Niederlassungen in den USA und anderen Ländern. Alle anderen Marken sind Eigentum der jeweiligen Rechteinhaber. Ref: EMEAiS-1845.