

Schroders Talking Point



Die Grundlagen neu überdenken Alan Brown, Group Chief Investment Officer

Einleitung

Pensionsfonds wurden in die Knie gezwungen. Schuld daran war eine Verquickung verschiedener Umstände: Sinkende Vermögenspreise, rückläufige Zinssätze, eine Reihe gesetzlicher Änderungen, die zu höheren Kosten führten, und die unbequeme Tatsache, dass wir alle länger leben. Es mag vielleicht zu spät sein, um den Fonds mit Versorgungszusage, zumindest im privaten Sektor, noch retten zu können. Aber es ist nicht zu spät, um aus den Erfahrungen des vergangenen Jahrzehnts zu lernen. Denn ich bin der Überzeugung, dass manches dabei vermeidbar gewesen wäre.

Es hat sich gezeigt, dass das Best-Practice-Modell von heute gravierende Mängel aufweist und auf einigen unrealistischen Annahmen basiert – Annahmen, die ich in diesem Beitrag in Frage stellen werden. Klar ist: Wir müssen beim Management von institutionellem Vermögen die Grundlagen neu überdenken und dabei ein besseres Best-Practice-Modell entwickeln.

Was ist schiefgelaufen?

Als ich vor 35 Jahren in dieser Branche anfang, ließen sich die Anlagemanagementverträge auf anderthalb Seiten zusammenfassen. Fast jedes Mandat war ein ausgewogenes bzw. gemischtes Mandat, bei dem verschiedene Anlageklassen betreut wurden. Tatsächlich verwaltet Schroders immer noch 12 Mrd. £ in herkömmlichen „Balanced Portfolios“. Wohlgemerkt, die Welt war damals sehr viel einfacher und wir beschränkten die Definitionen der Anlageklassen auf britische Staatsanleihen, britische und ausländische Aktien sowie Immobilien. Unsere erste und wichtigste Entscheidung bezog sich auf die Summe, die es in unsere vier Anlageklassen zu investieren galt. Und es bestand eine echte Bereitschaft, den Anlagemix zu ändern, wenn es sinnvoll war.

Alles änderte sich, als 1974 in den Vereinigten Staaten das Gesetz ERISA (The Employee Retirement Income Security Act) erlassen wurde. Es erwies sich als kraftvoller Katalysator für das Wachstum der Anlageberatungsbranche und führte wiederum dazu, das Best-Practice-Modell so umzugestalten, wie wir es heute noch kennen. Folgendes fünfstufiges Prozedere beschreibt dieses Modell in Kürze:

- Durchführen einer Asset-Liability-Analyse, um eine strategische Benchmark zu ermitteln
- Erstellen eines Umsetzungsplans rund um diese Benchmark – üblicherweise durch spezialisierte Manager mit sowohl aktiven als auch passiven Strategien
- Suche nach einem Manager, der den Umsetzungsplan durchführt
- Finanzierung und Überwachung der Manager
- Wiederholung alle drei bis fünf Jahre

Auf den ersten Blick betrachtet handelt es sich um ein ansprechendes Modell, das scheinbar auf einigen vernünftigen Prinzipien aufbaut.

- Niemand kann die Märkte zeitlich bestimmen. Daher machte ein relativ statischer Anlagemix auf der Basis einiger langfristiger Annahmen mit dem Ziel einer ausgewogenen Rendite Sinn. Die Fonds würden sich – glaubt man an die Mittelwertannäherung – regelmäßig neu an die Benchmark angleichen, wodurch sich tatsächlich eine geringe Gewinnsteigerung erzielen ließe, wenn man die Anlageklasse mit guter Wertentwicklung verkauft und die Zurückhängende kauft.
- Kein einzelner Manager kann überall der Beste sein. Also wählt man für jedes Spezialgebiet den Manager mit der höchsten Kompetenz. Der Anlagemanager wird zum Teillieferanten.



Schroders

Mehr als 200 Jahre Investments für Ihre Zukunft

- Obwohl die Märkte nicht hundertprozentig effizient waren: Einige Bereiche waren deutlich effizienter als andere, beispielsweise US-amerikanische Large-Cap-Aktien im Vergleich zu Aktien der Schwellenländer. Daher erschien es sinnvoll, sein Risikobudget für Alpha (aktives Managementrisiko) in den Gebieten einzusetzen, in denen die wahrscheinlich größte Belohnung zu erwarten war, und preiswerte, passive Beteiligungen an den Beta-Märkten andernorts einzukaufen. Die Konzepte von Markteffizienz, Alpha und Beta, die einst auf den akademischen Elfenbeinturm beschränkt waren, gingen nun in den Branchenjargon über.

Das klingt alles sehr plausibel. Was kann an diesem Modell falsch sein? Tatsächlich ist es leider mit Problemen nur so gespickt.

Komplexität und Kosten

Im Laufe der Zeit ist die Komplexität, die mit dem Management von institutionellem Vermögen verbunden ist, drastisch gestiegen. Unser Pool von Anlageklassen ist seit den eingangs erwähnten vier, mit denen ich in den 1970ern anfang, sprunghaft gewachsen und umfasst mittlerweile Private Equity, Infrastruktur, Hedgefonds, Währungen, Unternehmensanleihen, Schwellenländeranleihen, Schwellenländeraktien usw. Wir sind sogar dazu übergegangen, innerhalb der Anlageklassen zu unterteilen, z. B. Aktien in Value, Growth, Small, Mid und Large Cap. Das führte zu einer immensen Komplexität, die es schwer macht, das Risiko und die Strukturänderungen innerhalb eines Portfolios zu überblicken. Obendrauf kommen noch signifikante zusätzliche Kosten. Alles schön und gut, würde man für all das durch hervorragende Renditen entschädigt. Aber ein Blick auf die Renditen auf Fondsebene zeigt: Alle Vorteile, die man auf Spezialistenebene gewinnt, werden durch unflexible Asset-Allokation und höhere Kosten wieder aufgezehrt. Bei großen Fonds sind 25 Fondsmanager oder mehr nicht unüblich. Um es klarzustellen: Es sind die Komplexität und die damit verbundenen hohen Kosten und die Unflexibilität solcher Strukturen, die mir missfallen – nicht das hohe Maß an Diversifikation, welches ich im Gegenteil sehr begrüße.

Die 80:20-Regel

Das aktuelle Best-Practice-Modell konzentriert sich hauptsächlich darauf, die durch die Bilanzstruktur- bzw. Asset-Liability-Analyse ermittelte Abweichung eines Portfolios von der Benchmark zu kontrollieren. Die Risiken, die von der Benchmark für die Verbindlichkeiten z.B. eines Pensionsfonds ausgehen, werden von professionellen Investoren nur alle drei bis fünf Jahre geprüft. Aber die Lektion aus den vergangenen zehn Jahren lautet: Die Risiken, die sich aus dem bestehenden Portfolio im Vergleich zur strategischen Benchmark ergeben, sind gering, mitunter sogar unbedeutend. Hingegen sind die Risiken der strategischen Benchmark für die Verbindlichkeiten groß, mitunter sogar sehr groß. (Nicht alle Fonds haben explizite Benchmarks, aber alle haben implizite Benchmarks. Im Allgemeinen streben alle Investoren nach einer positiven realen Nettorendite nach Abzug aller Gebühren, Kosten und Steuern.)

Kurzum: Wir haben die 80:20-Regel umgekehrt. Während wir uns die meiste Zeit über die Renditen im Vergleich zum Markt sorgen, fällt uns gar nicht auf, dass auch aus guten relativen Renditen keine Renten zahlen kann, wenn diese absolut gesehen negativ sind. Wir müssen uns vielmehr auf die Benchmark konzentrieren, die wirklich zählt, nämlich die Verbindlichkeiten. Andernfalls käme es uns teuer zu stehen. Mit den gesunkenen Zinsen in den vergangenen 25 Jahren sind die Rentenverpflichtungen drastisch gestiegen. Hält man Anlagen, deren Duration¹ sehr viel kürzer ist als die der Verbindlichkeiten, gibt es keinen ausgleichenden Anstieg der Vermögenswerte. Viele Pensionsfonds haben das zu spät erkannt, was zu einem rasanten Aufstieg von LDI (Liability Driven Investing) führte. Hier werden reale und nominale Zinssatzrisiken explizit abgesichert oder stattdessen als bewusste Risikoposition eingegangen.

Unsere Risikobereitschaft ändert sich nie!

Eine statische strategische Benchmark impliziert, dass unsere Risikobereitschaft sich noch nicht einmal dann ändert, wenn sich unser Vermögen (Deckungsgrad für einen Altersversorgungsplan) oder zukunftsgerichtete Risikoaufschläge (Renditeerwartungen) ändern. Das ergibt überhaupt keinen Sinn. Es herrscht sicherlich Einigkeit darüber, dass unsere Risikobereitschaft auf Änderungen der Renditeaussichten reagieren sollte. Und sicher geben die meisten professionellen Investoren auch zu, dass sich die Risikobereitschaft tatsächlich bei Zuwachs oder Verlust von Vermögen wandelt – auch wenn die Art und Weise der Änderungen von Anleger zu Anleger variiert.

Sobald wir in einem dynamischeren Sinne über Risiko nachdenken, merken wir: Wir müssen das Investmentmanagement-Problem ganzheitlicher betrachten. Was wir möglicherweise zuerst feststellen ist beispielsweise, dass sich Risikoaufschläge und Vermögen in unterschiedliche Richtungen bewegen. Die Deckungsgrade

¹ Die Duration oder Laufzeit misst, wie empfindlich ein Portfolio auf Zinssatzänderungen reagiert. Die Duration der Passiva für einen typischen Pensionsfonds liegt normalerweise bei circa 20 Jahren, während die der Aktiva normalerweise kürzer ist.

verbessern sich tendenziell, wenn Aktien besser abschneiden als Anleihen. Wenn sich Aktien aber wesentlich besser entwickeln als Anleihen, gehen zukunftsgerichtete Risikoaufschläge eher zurück.

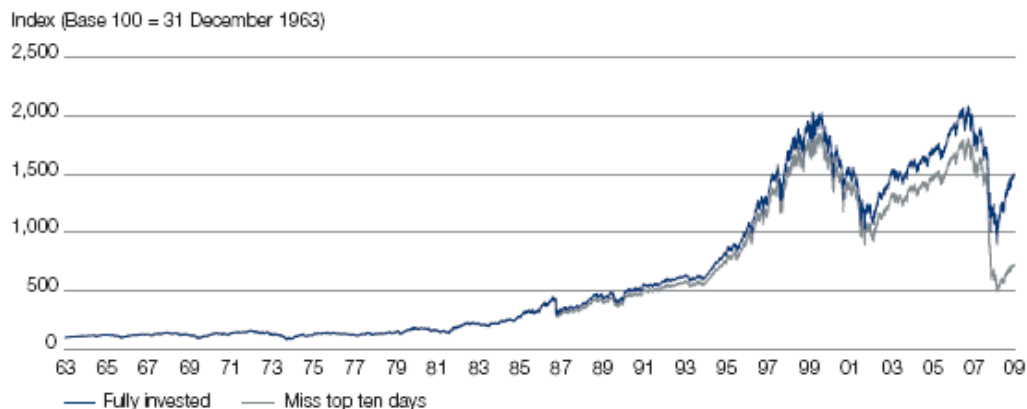
Sollte unsere Risikobereitschaft mehr von Veränderungen unseres Vermögens, des Deckungsgrads oder der Risikoaufschläge bestimmt werden? Die Antwort darauf hängt von den Risikopräferenzen der Treuhänder des Pensionsfonds ab. Und die wiederum dürfte aller Wahrscheinlichkeit nach von der Stärke der impliziten Zusage vonseiten des Sponsors des Fonds sowie vom gesetzlichen Umfeld des Fonds abhängen. Bei einer starken Zusage ist es durchaus möglich, dass sich die Treuhänder auch bei einem Rückgang der Deckungsgrade nicht zu einer Senkung der Risikobudgets verpflichtet fühlen und stattdessen einen Ausbau zukünftiger Möglichkeiten durch steigende Risikoaufschläge erwägen. Doch bei einer schwachen impliziten Zusage oder erschweren gesetzlichen Bedingungen könnten die Treuhänder sehr wohl das Gefühl haben, dass ihnen angesichts rückläufiger Deckungsgrade keine andere Wahl bleibt, als die Risikobudgets zu reduzieren und damit mögliche weitere Rückgänge bei den Deckungsgraden zu begrenzen.

Dabei ist es wichtig, nie zu vergessen: Es ist die Asset-Allokation, die in überwältigendem Maße die Rendite eines Fonds bestimmt. Sie macht in der Regel über 90% der Performance aus. Das haben einige Studien gezeigt: Brinson, Beebower and Hood, FAJ (1986), Ibbotson and Kaplan (2000) sowie Brinson, Singer and Beebower (1991).

Aber die Märkte lassen sich zeitlich nicht bestimmen, oder?

Es wird oft behauptet, dass es in den Märkten auf die Zeit bzw. die Dauer einer Anlage ankomme und jeder Versuch eines Markttimings zum Scheitern verurteilt sei. Zur Unterstützung dieses Arguments sieht man häufig Renditedarstellungen eines Index im Vergleich zu den Renditen desselben Indexes abzüglich der besten zehn Tage, wie in der nachstehenden Grafik für den S&P 500.

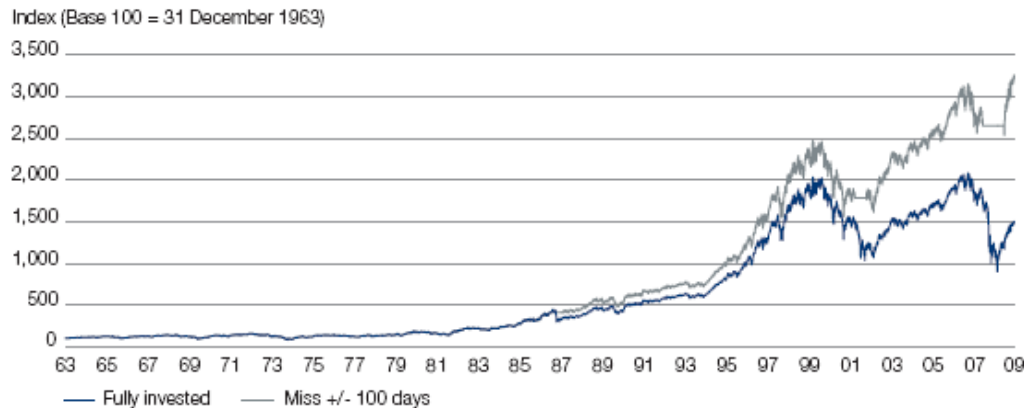
Abbildung 1: Volle Investition in US-Aktien im Vergleich dazu, wenn man die zehn besten Tage der Wertentwicklung verpasst



Quelle: Datastream, Schroders, nominal, ohne Dividenden. Daten bis 31. Dezember 2009.

Die Argumentation geht dahin: Man kann nicht genau wissen, wann die zehn besten Tage sein werden. Verpasst man diese, kommt es einem teuer zu stehen. Daher sollte man besser voll investiert bleiben. Nun teilt aber kaum jemand sein Vermögen täglich aufs Neue auf. Nehmen wir einen realistischeren Anlagehorizont für die Asset-Allokation an: Was passiert stattdessen mit den Renditen, wenn man 100 Tage vor einem der zehn besten Tage aus dem Markt aussteigt und 100 Tage später wieder einsteigt? Das entspräche einem Anlagehorizont von 200 Werktagen bzw. etwas über neun Monaten.

Abbildung 2: Volle Investition in US-Aktien im Vergleich dazu, wenn man jeweils 100 Tage vor und nach den zehn besten Tagen verpasst



Quelle: Datastream, Schroders, nominal, keine Dividenden. Daten bis 31. Dezember 2009.

Erstaunlich: Das Blatt hat sich komplett gewendet. Hier erzielt man umfangreiche Gewinne, wenn man die zehn besten Tage und den Zeitraum darum herum verpasst! Ich möchte damit an dieser Stelle nicht für das Markttiming plädieren, sondern lediglich eines demonstrieren: Man kann praktisch alles beweisen, wenn man die Daten nur lang genug quält.

Aber ich möchte gleich anmerken, dass wir genau die statischen Renditeannahmen, die in den meisten ALM-Studien zum Einsatz kommen, verbessern können. Schauen wir uns dabei zunächst einmal an, wie effektiv oder ineffektiv Asset/Liability-Modelling bisher ist.

Asset/Liability-Modelling (ALM)

Die große Gefahr bei der Modellbildung besteht darin, dass man sich nur allzu leicht in den Raffinessen des Modells und der Präzision der daraus hervorgehenden Zahlen verfängt. Aber hier gilt das GIGO- („Garbage in, garbage out“)-Prinzip: Wo man Müll hineinsteckt, kommt auch Müll heraus. Von entscheidender Bedeutung sind natürlich die Renditeannahmen. In der Regel verwendet ein A/L-Modell als Prognose für Anleihenrendite etwas, das nahe der aktuellen Effektivverzinsung einer Anleihe liegt. Bei Aktien legt das Modell so etwas wie ein Gordon-Wachstumsmodell zugrunde. Das Gordon-Modell besagt ganz einfach, dass die langfristige Realrendite von Aktien dem aktuellen Dividendenertrag plus der langfristigen Wachstumsrate entspricht. Die Idee dahinter ist im Wesentlichen, dass auf ganz lange Sicht Renditen vom Einkommen dominiert werden, was Veränderungen bei der Bewertung minimiert. Der aktuelle Dividendenertrag ist verfolgsbar und das langfristige Wachstum lässt sich normalerweise aus den langfristigen historischen Wachstumsraten von Gewinnen oder BIP ableiten.

Das Problem dabei ist, dass die Prognose eines Gordon-Modells in jedem Jahrzehnt seit den 1970ern weit von der Realität entfernt gewesen wäre. Im vergangenen Jahrzehnt und in den 1970ern wäre die Prognose viel zu hoch, in den 1980ern und 1990ern viel zu niedrig gewesen.

Annualisierte Realrenditen beim S&P 500	Strategische Voraussage (Gordon-Modell)	Tatsächliches Ergebnis
1970er	7,2 %	-1,4 %
1980er	7,6 %	11,9 %
1990er	5,1 %	14,8 %
2000 - 2008	2,7 %	-6,0 %
1970er - 2008	7,2 %	4,9 %

Quelle: Daten zur strategischen Voraussage von Robert Shiller, in „Irrational Exuberance“, Princeton University Press, 2000, 2005, aktualisiert. Die tatsächlichen Daten aus Global Investment Returns Sourcebook und Datastream, nur zu Anschauungszwecken.

Hätte man tatsächlich einen Anlagehorizont von 40 Jahren, wäre das Gordon-Modell sehr viel näher herangekommen. Doch für uns und sicherlich die meisten professionellen Investoren sind Zielabweichungen für Zeiträume von zehn Jahren unannehmbar. Und beim individuellen Ansparen für die Altersversorgung, wo es auch auf die Größenordnung der Erträge ankommt, können Fehler dieses Ausmaßes in der Tat sehr teuer werden.

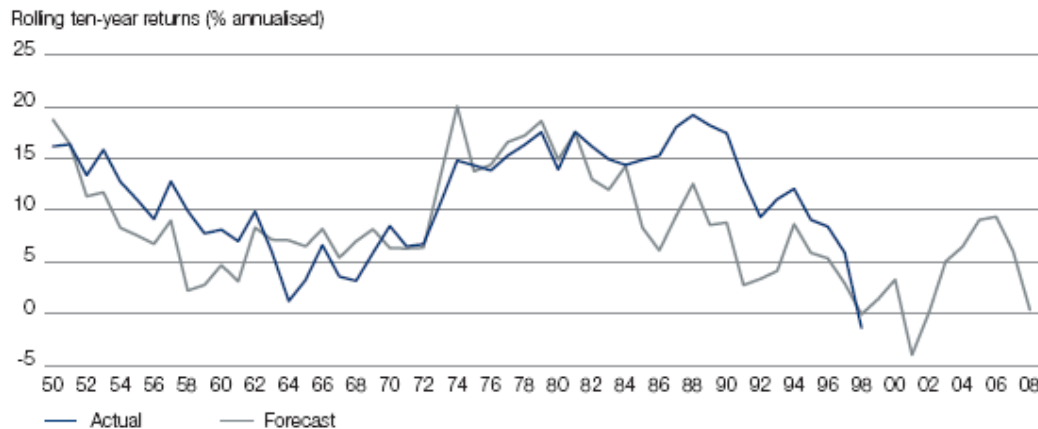
Prognosen

Um es besser zu machen, müssen wir natürlich unsere Prognosefähigkeiten unter Beweis stellen. Dabei schlagen wir keine Prognosen für kurze Horizonte vor, da hier das Rauschen zu stark ist. Aber man kann unserer Ansicht nach einiges zu Renditen über aussagekräftige Horizonte von beispielsweise drei, fünf oder zehn Jahren sagen. Über mehrjährige Zeiträume tendieren Gewinne und Dividenden dazu, im Einklang mit dem Trend zu wachsen. Ob wir über- oder unterdurchschnittliche Renditen, beispielsweise bei Aktien, wahrnehmen können, ist größtenteils abhängig davon, ob wir uns in einer Auf- oder Abschwungphase des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV)² befinden (Bewertungseffekt).

Erstens: Wenn das KGV heute hoch ist, wird es natürlich eher fallen als weiter steigen und umgekehrt.

Diese Beziehung wurde von John Bogle, dem Gründer der The Vanguard Group für eine Prognose des US-Marktes verwendet. Sie basiert auf der einfachen Annahme, dass die Kurs-Gewinn-Verhältnisse über einen Zeitraum von sieben Jahren wieder zu ihrem historischen Durchschnitt zurückkehren würden („Investing in the 1990s“, John C Bogle, JPM 1991). Die folgende Abbildung zeigt die Prognose von Renditen über einen zehnjährigen rollierenden Zeitraum, basierend auf der von John Bogle beschriebenen Beziehung, im Vergleich zu den tatsächlichen Renditen am US-Aktienmarkt im gleichen Zeitraum. Die Ergebnisse sind relativ gut und mit Sicherheit sehr viel besser als bei unserem Gordon-Modell, das Bewertungseffekte ignoriert.

Abbildung 3: Renditeprognosen für die USA im Vergleich zu den tatsächlichen Ergebnissen



Quelle: Bogle (1995), Schroders, Datastream.

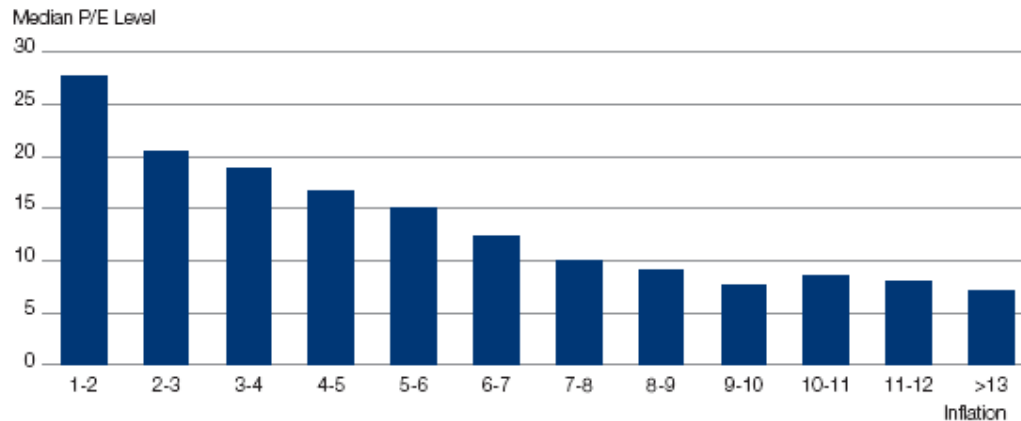
Zweitens besteht eine gut dokumentierte Beziehung zwischen Inflation und Kurs-Gewinn-Verhältnissen.

Bei hoher Inflation sind die KGV eher niedrig und umgekehrt, was von Robert Shiller von der Universität Yale unter Beweis gestellt wurde. Das ist nicht unbedingt sofort ersichtlich. Bei einem Dividendendiskontierungsmodell, wo der Wert einer Aktie der diskontierte Wert aller zukünftigen Dividenden ist, fließt die Inflation sowohl im Zähler (im Wachstum der nominalen Gewinne) als auch im Nenner (durch den Diskontsatz) des Quotienten mit in die Berechnung ein. Perioden hoher Inflation werden jedoch oft von hoher Unsicherheit und Volatilität begleitet. Zeiträume mit stabiler und niedriger Inflation bedeuten auch niedrige Zinssätze. Dadurch hat eine Verschuldung günstigere Folgen für den Cashflow.

In der folgenden Abbildung (die die mittleren KGV der USA zwischen 1968 und Oktober 2008 mit dem Inflationsniveau in diesem Zeitraum vergleicht) besteht ganz klar eine inverse Beziehung zwischen KGV und Inflation. Bei steigender Inflation fallen die KGV.

²Das KGV ist der Quotient aus dem Preis und dem Gewinn einer Aktie. Es dient als Messgröße dafür, wie viel man bezahlen muss, um einen Gewinnstrom zu „kaufen“.

Abbildung 4: Mittlere KGV der USA innerhalb des Inflationsbandes, 1968 bis 2008



Quelle: Schroders, Datastream. Nur für Anschauungszwecke.

Diese Beziehung scheint auch anderswo durchaus Geltung zu haben. Wenn man weiß, wie sich Inflation künftig entwickelt, erhält man implizit auch eine Sicht von Aktien.

Das soll nicht heißen, dass einer der beiden Ansätze allein schon gut genug ist, obwohl beide eine Verbesserung gegenüber dem Gordon-Modell darstellen. Es gibt zahlreiche Faktoren, die sich auf die KGV auswirken können. Dazu nachfolgend einige Beispiele, darunter auch die oben bereits angesprochenen:

1. Tendenz, langfristig zum Mittel zurückzukehren (der Bogle-Ansatz)
2. variierende Inflationsraten und Zinssätze (der Shiller-Ansatz)
3. höheres oder niedrigeres Wachstumspotenzial am Aktienmarkt

Veränderungen der Trendwachstumsraten sind per definitionem rar. Aber es gibt sie! So ist die Trendwachstumsrate des Pro-Kopf-BIP abhängig vom Produktivitätswachstum und der Kapitalbildung. Unserer Ansicht nach wurde der Kapitalbildungsprozess in der entwickelten Welt durch die Finanzkrise so sehr beschädigt, dass sich die Trendwachstumsraten möglicherweise um bis zu 0,5 % p.a. reduziert haben. Das lässt die Kosten dieser Krise im Laufe der Zeit ins Astronomische steigen.

4. Veränderung der Grundsätze der Rechnungslegung

Das beeinflusst den Gewinn im Kurs-Gewinn-Verhältnis, während die zugrunde liegenden Realitäten unverändert bleiben.

5. Folgen von Verschuldung/Entschuldung

Mit Ausnahme von Reibungseffekten, z. B. Steuern und Insolvenzkosten, kann der Wert einer Firma nicht geändert werden, wenn man seine Kapitalstruktur zwischen Verbindlichkeiten und Eigenkapital ändert. Allerdings kann sich durch den Grad der Verschuldung der Wert vom Anleiheninhaber zum Aktieninhaber oder umgekehrt verschieben.

Ein besseres Best-Practice-Modell

Wie können wir uns also der Asset-Allokation auf dynamischere Weise nähern?

Erstens unterscheiden wir zwischen dynamischer Asset-Allokation (DAA) und taktischer Asset-Allokation (TAA). Bei TAA-Ansätzen handelt es sich in der Regel um relativ kurzfristige Strategien mit hohem Umschlag. Das Störrauschen über kurze Zeithorizonte ist sehr hoch, was diese Strategien durch eine hohe Bandbreite in Form von hohem Umschlag und vielen beweglichen Teilen auszugleichen versuchen.

Der DAA-Ansatz ist sehr viel stärker mittelfristig auf ein bis drei Jahre oder länger ausgelegt. Er konzentriert sich durchgehend auf das reale Ergebnis, das ein Fonds anstrebt. Versucht man beispielsweise eine Inflationsrendite von +5 % zu erzielen, kämen unter anderem die nachfolgend aufgeführten Anlagewerte in Frage, da sie das Potenzial haben, das gewünschte Ergebnis zu erzielen: Aktien, Private Equity, Hochzinsanleihen, Schwellenländeranleihen, Immobilien, Infrastruktur, Hedgefonds und Rohstoffe. Höchstwahrscheinlich würde man Investment-Grade-Anleihen nicht als Kandidaten für diese Kategorie in Betracht ziehen.

Unser Vorschlag lautet: Man bewertet kontinuierlich die wahrscheinlichen zukünftigen Renditen dieser Anlageklassen gegenüber der Wahrscheinlichkeit, dass sie eine Rendite erzielen, die mindestens einer Inflation von +5 % entspricht. Erfüllen sie diese Voraussetzung, bleiben sie Kandidaten für die Anlageklassen. Wenn nicht, werden sie aus der Liste gestrichen oder zurückgestuft. Und wenn eine Anlage, z. B. eine Investment-Grade-Anleihe – normalerweise keine der in Frage kommenden Anlageklassen – Renditen oberhalb der erforderlichen Grenze bietet (wie es bei Investment-Grade-Titeln im 4. Quartal 2008 und im 1. Quartal 2009 der Fall war), wird sie in die Liste aufgenommen. Nun kann man aus der Liste der in Frage kommenden Anlageklassen ein adäquates, gut diversifiziertes Portfolio konstruieren.

Was, wenn sich nur wenige Anlageklassen qualifizieren? Es kann Zeiten mit einer allgemeinen Kursblase geben, so dass die meisten riskanten Anlageklassen überteuert sind und in Zukunft sehr niedrige Renditen erbringen. Das lässt sich mit Ebbe und Flut vergleichen. Wird man von einer großen Welle weit an den Strand gespült, sollte man aufpassen, sich nicht wieder mit dem Sog des abfließenden Wassers zurückziehen zu lassen. Das ist der Zeitpunkt, an dem man sich in die weniger riskanten Anlageklassen des Fonds zurückziehen und einfach damit begnügen sollte, so lange am Boden zu bleiben, bis die Kurse wieder passable Niveaus erreicht haben.

Handelt es sich dabei um eine Strategie mit hohem Umschlag? Nicht unbedingt. Wenn wir das letzte Jahrzehnt Revue passieren lassen, hätte es wahrscheinlich nur wenige große Calls gegeben, die man hätte machen wollen. Aber diese hätten enorm viel ausgemacht. Aktien waren Ende der 1990er überbewertet, Anleihen im 4. Quartal 2008 und im 1. Quartal 2009 unterbewertet. Zurzeit sind langjährige Staatsanleihen überbewertet.

Wahrscheinlich hätte man die Top-Aktien Ende der 1990er ein oder zwei Jahre zu früh abgerufen. Was dann? Ein Investmentansatz, der deutlich vom Konsens abweicht, hat natürlich unweigerlich seine unangenehmen Momente, wenn man sich eine Zeit lang in der Vergleichsgruppe ganz unten befindet. Aber wenn es sich um einen vernünftigen Ansatz handelt, was er unserer Ansicht nach ist, braucht man ein Governance-Budget, das es einem professionellen, unabhängig ausgerichteten Anlagegremium ermöglicht, sich in schwierigen Zeiten gut zu behaupten. Zweitens sollte das Portfolio jederzeit gut genug gestreut sein, um nicht zur Geisel einer einzigen Anlageentscheidung zu werden.

Fazit

Sich auf marktbezogene Benchmarks statt auf die tatsächlichen erwünschten Ergebnisse zu konzentrieren, kommt professionelle Investoren teuer zu stehen.

- Es führte zu übermäßig komplexen und teuren Strukturen.
- Über die Konzentration auf marktbezogene Risikomessgrößen wurden oft die enormen Risiken übersehen, die gemessen an ihren Verbindlichkeiten (explizit oder implizit) mit den Kapitalpools eingegangen wurden.
- Während der Achterbahnfahrt der letzten zehn Jahre hat sich die Branche oft wie ein Reh im Scheinwerferlicht verhalten und ist weder nach links noch nach rechts ausgewichen. Angesichts solcher dramatischen Kurseinbrüche fest an einer Asset-Allokation festgehalten zu haben, erscheint aufs Höchste bizarr.
- Die Ansicht, man könne in der Prognose von Renditen, ob sie über oder unter dem erforderlichen Zielwert liegen werden, keinen vernünftigen Stich machen, ist schlicht und einfach falsch.

Professionelle Investoren wie wir können und müssen es einfach besser machen. Eine Rückkehr in eine einfachere Welt, wo wir uns auf das Wichtige und nicht so sehr auf das (relativ) Einfache konzentrieren, ist ein guter Anfang.

Wichtiger Hinweis:

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von Alan Brown, Group Chief Investment Officer, und stellen nicht notwendigerweise die in anderen Mitteilungen, Strategien oder Fonds von Schroders ausgedrückten oder aufgeführten Ansichten dar.

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Dies ist kein Ausschluss und keine Beschränkung der Verpflichtung oder Haftung, die SIM gemäß dem Financial Services Markets Act 2000 (in seiner gültigen Fassung) oder einer anderen Gesetzgebung gegenüber seinen Kunden hat. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen.

Herausgegeben von Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Zugelassen und unter der Aufsicht der Financial Services Authority.