

Analyse/Wissen:

Auf der Suche nach Rendite

von Ernst-Ludwig Drayß und Martin Heß

Die unbefriedigenden Ergebnisse von Wertpapierportfolios seit Jahresbeginn 2004 enttäuschen viele Anleger. Ergebnisse nahe der Null-Linie erfreuen nicht, insbesondere nachdem im Vorjahr die Aktienmärkte mit deutlichen Zuwächsen wieder an die "guten alten Zeiten" erinnerten. Bis zum 27. Juli 2004 zeigte der EuroStoxx 50-Aktienindex eine Performance von -4,3 %, DAX und Dow Jones fielen um 5,0 % bzw. 5,3 %. Festverzinsliche Anlagen, zu Jahresbeginn angesichts der bevorstehenden Zinswende als äußerst risikoreich eingestuft, brachten immerhin 2,6 %. Und die hochgelobten "Total Return Produkte", welche unabhängig von Börsenbewegungen immer absolute Erträge erzielen sollen, brachten, gemessen am S&P-Hedgefonds-Index, auch so gut wie keinen Wertzuwachs (+ 0,1 %). Natürlich gibt es immer auch deutliche Abweichungen nach oben wie nach unten, so zum Beispiel die erfreuliche Entwicklung des österreichischen Aktienmarktes, insgesamt bleibt jedoch das Bild einer äußerst bescheidenen Rendite. Aussagen wie "hätte ich doch nur in österreichische Aktien investiert" sind sinnlos und helfen nicht weiter. Rückblickend wäre es unter Ertrags- und Risiko-Gesichtspunkten im bisherigen Jahresverlauf am besten gewesen, liquides Vermögen in Festgeldern anzulegen. Doch hilft uns diese Erkenntnis weiter? Gilt das auch, wenn wir nach vorne schauen?

Wertentwicklung 01.01. – 27.07.2004:	
Festgeld	+ 1,1 %
Europäische Aktien (Estoxx 50)	- 4,3 %
Deutsche Aktien (DAX)	- 5,0 %
US-Aktien (Dow Jones, in USD)	- 5,3 %
Festverzinsliche Wertpapiere (Europa)	+ 2,6 %
Gold (in USD)	- 5,8 %
Rohstoffe (Index, in USD)	+ 18,3 %
"Total Return Produkte" (Hedgefonds-Index, in USD)	+ 0,1 %

Jederzeit hohe absolute Erträge ohne Risiken gibt es nicht

Der ökonomische Sachverstand wie auch die historische Betrachtung zeigen auf, dass Festgeldanlagen nicht die Lösung für das Portfoliomanagement zum Vermögensaufbau bzw. zur Sicherung des realen Vermögens sein können. Die Regel "je risikoärmer, desto geringer die Ertragserwartungen" gilt als "ökonomisches Naturgesetz", nach wie vor. Höhere Ertragserwartungen müssen Ertragsschwankungen - also Risiken - unterstellen. Beispielsweise jederzeit einen Ertrag von 6 % p.a. zu erzielen, wenn gleichzeitig der risikolose Festgeldsatz bei 2 % liegt, ist nicht möglich. Je länger die Anlagedauer, desto größer die Wahrscheinlichkeit, dass höhere Erträge mit risikobehafteten Anlagen erzielt werden. Vorübergehend kann dies aber auch ins Gegenteil umschlagen.

Die Anleger seien erinnert: Die beiden letzten Dekaden des vergangenen Jahrhunderts brachten die "Jahrhundert-Hausse", mit in der Regel weit überdurchschnittlichen jährlichen Renditen. Dem folgte die Korrektur der "Blase" mit hohen Verlusten bis zum Frühjahr 2003. Danach ergab sich in den Aktienmärkten eine Erholung, welche bei vielen Anlegern wieder alte Erinnerungen an die früheren hohen Renditen und entsprechende Erwartungen hervorrief. Das war ein Trugschluss.

Diversifikation erhöht die Sicherheit von Ertragserwartungen

Welche Renditen können für die nächsten Jahre erwartet werden und was bedeutet das für die Portfoliozusammensetzung? Anhaltspunkte hierzu mag zunächst die Betrachtung historischer Erträge geben; allerdings nicht die der Jahrhundert-Hausse oder die der Korrekturphase. Um alle Marktverhältnisse abzudecken wurde der Betrachtungszeitraum 1996 bis heute gewählt.

Die folgende Tabelle zeigt die Wertveränderungen p.a. verschiedener Anlagemöglichkeiten für unterschiedliche Anlagezeiträume von 1, 3 und 5 Jahren. Dabei werden, monatlich rollierend, zahlreiche Betrachtungszeiträume verglichen. Beispiel: Die erste 3-jährige Anlageperiode beginnt am 01.01.96 und endet am 01.01.99, die zweite beginnt am 01.02.96 und endet am 01.02.99 usw. Auf diese Weise erhält man bis zum 30.06.04 insgesamt 67 Dreijahres-Ergebnisse. Die u.a. Tabelle zeigt nun den durchschnittlichen Ertrag p.a., den schlechtesten und besten Ertrag p.a. sowie die Standardabweichung (Volatilität) des Ertrages p.a.

Die "Shortfall-Wahrscheinlichkeit" gibt an, mit welcher Wahrscheinlichkeit der Ertrag p.a. unter das Niveau von 2,5 % - das entspricht der durchschnittlichen Inflationsrate - gefallen wäre.

Annualisierte rollierende Erträge und Standardabweichungen in %

31. 12. 1995 - 30. 06. 2004 (alle Angaben in €)

	Anlageperiode in Jahren	über 1 Jahr	über 2 Jahre	über 3 Jahre	über 5 Jahre
Geldmarkt € (ex DM) (JPM 3Mth. €)	minimaler Ertrag	+2,18% p.a.	+2,71% p.a.	+3,12% p.a.	+3,54% p.a.
	maximaler Ertrag	+5,09% p.a.	+4,53% p.a.	+4,20% p.a.	+3,91% p.a.
	mittlerer Ertrag	+3,60% p.a.	+3,70% p.a.	+3,76% p.a.	+3,78% p.a.
	Standardabweichung	0,67% p.a.	0,47% p.a.	0,30% p.a.	0,12% p.a.
	Shortfall Wahrscheinlichkeit	5,01%	0,55%	0,00%	0,00%
Renten EURO-Zone (REXP)	minimaler Ertrag	-4,05% p.a.	+1,57% p.a.	+2,86% p.a.	+4,49% p.a.
	maximaler Ertrag	+12,91% p.a.	+9,60% p.a.	+8,77% p.a.	+6,41% p.a.
	mittlerer Ertrag	+6,24% p.a.	+6,16% p.a.	+5,83% p.a.	+5,61% p.a.
	Standardabweichung	3,79% p.a.	2,24% p.a.	1,60% p.a.	0,55% p.a.
	Shortfall Wahrscheinlichkeit	16,15%	5,07%	1,87%	0,00%
Renten Emerg. Markets (JPM EMBI Global Comp.)	minimaler Ertrag	-29,80% p.a.	-3,72% p.a.	-2,60% p.a.	+5,41% p.a.
	maximaler Ertrag	+66,97% p.a.	+45,93% p.a.	+30,10% p.a.	+22,76% p.a.
	mittlerer Ertrag	+15,33% p.a.	+12,31% p.a.	+12,63% p.a.	+13,63% p.a.
	Standardabweichung	22,62% p.a.	14,10% p.a.	7,41% p.a.	5,13% p.a.
	Shortfall Wahrscheinlichkeit	28,52%	24,32%	8,57%	1,50%
Wandelanleihen (EXANE ECI €)	minimaler Ertrag	-12,10% p.a.	-8,94% p.a.	-6,01% p.a.	+2,28% p.a.
	maximaler Ertrag	+44,89% p.a.	+32,24% p.a.	+24,66% p.a.	+16,95% p.a.
	mittlerer Ertrag	+10,62% p.a.	+9,78% p.a.	+8,84% p.a.	+8,32% p.a.
	Standardabweichung	14,39% p.a.	12,23% p.a.	10,50% p.a.	4,86% p.a.
	Shortfall Wahrscheinlichkeit	28,63%	27,59%	27,29%	11,54%
Aktien Europa (MSCI Europe 15 Perf.)	minimaler Ertrag	-40,47% p.a.	-26,46% p.a.	-21,65% p.a.	-7,90% p.a.
	maximaler Ertrag	+72,47% p.a.	+49,54% p.a.	+33,06% p.a.	+24,78% p.a.
	mittlerer Ertrag	+11,79% p.a.	+7,72% p.a.	+6,64% p.a.	+5,86% p.a.
	Standardabweichung	26,91% p.a.	21,69% p.a.	18,09% p.a.	10,15% p.a.
	Shortfall Wahrscheinlichkeit	36,50%	40,50%	40,94%	37,02%
Aktien Osteuropa (MSCI East. Europe Perf.)	minimaler Ertrag	-70,00% p.a.	-38,86% p.a.	-14,44% p.a.	-6,22% p.a.
	maximaler Ertrag	+114,52% p.a.	+65,09% p.a.	+29,17% p.a.	+28,65% p.a.
	mittlerer Ertrag	+14,17% p.a.	+4,77% p.a.	+4,29% p.a.	+5,12% p.a.
	Standardabweichung	39,91% p.a.	21,19% p.a.	12,76% p.a.	10,45% p.a.
	Shortfall Wahrscheinlichkeit	38,50%	45,73%	44,44%	40,11%
Hedgefonds (CSFB Tremont)	minimaler Ertrag	-16,75% p.a.	-9,57% p.a.	-4,50% p.a.	+5,11% p.a.
	maximaler Ertrag	+70,62% p.a.	+40,50% p.a.	+25,16% p.a.	+23,63% p.a.
	mittlerer Ertrag	+14,49% p.a.	+12,37% p.a.	+12,48% p.a.	+13,02% p.a.
	Standardabweichung	21,32% p.a.	14,16% p.a.	9,77% p.a.	6,58% p.a.
	Shortfall Wahrscheinlichkeit	28,70%	24,29%	15,35%	5,49%
Rohstoffe (GSCI Tot. Return)	minimaler Ertrag	-41,56% p.a.	-23,07% p.a.	-10,10% p.a.	+0,99% p.a.
	maximaler Ertrag	+91,05% p.a.	+67,74% p.a.	+26,29% p.a.	+17,89% p.a.
	mittlerer Ertrag	+11,66% p.a.	+7,23% p.a.	+7,14% p.a.	+9,13% p.a.
	Standardabweichung	33,87% p.a.	22,19% p.a.	10,46% p.a.	5,42% p.a.
	Shortfall Wahrscheinlichkeit	39,34%	41,55%	32,85%	11,06%
Immobilienfonds <i>seit 30.11.2001</i>	minimaler Ertrag	+5,64% p.a.	+6,72% p.a.	-	-
	maximaler Ertrag	+9,07% p.a.	+8,02% p.a.	-	-
	mittlerer Ertrag	+7,07% p.a.	+7,30% p.a.	-	-
	Standardabweichung	0,88% p.a.	0,43% p.a.	-	-
	Shortfall Wahrscheinlichkeit	0,00%	0,00%	-	-
Anzahl der Einzelperioden		91	79	67	43

Mindestrendite +2,5% p.a.

(Anm.: Die Shortfall Wahrscheinlichkeit gibt die Wahrscheinlichkeit an, mit der diese Zielrendite verfehlt wird.)

Quelle: Berechnungen von Warburg Invest

Im Ergebnis werden folgende Regeln deutlich:

1. Je länger der Anlagezeitraum, desto sicherer die Ertragserwartungen, desto geringer die Volatilität der Ergebnisse und desto geringer die "Shortfall-Wahrscheinlichkeit".
2. Je höher das Risiko (die Standardabweichung bzw. Volatilität), desto höher die Ertragserwartung (die "durchschnittlichen Erträge").

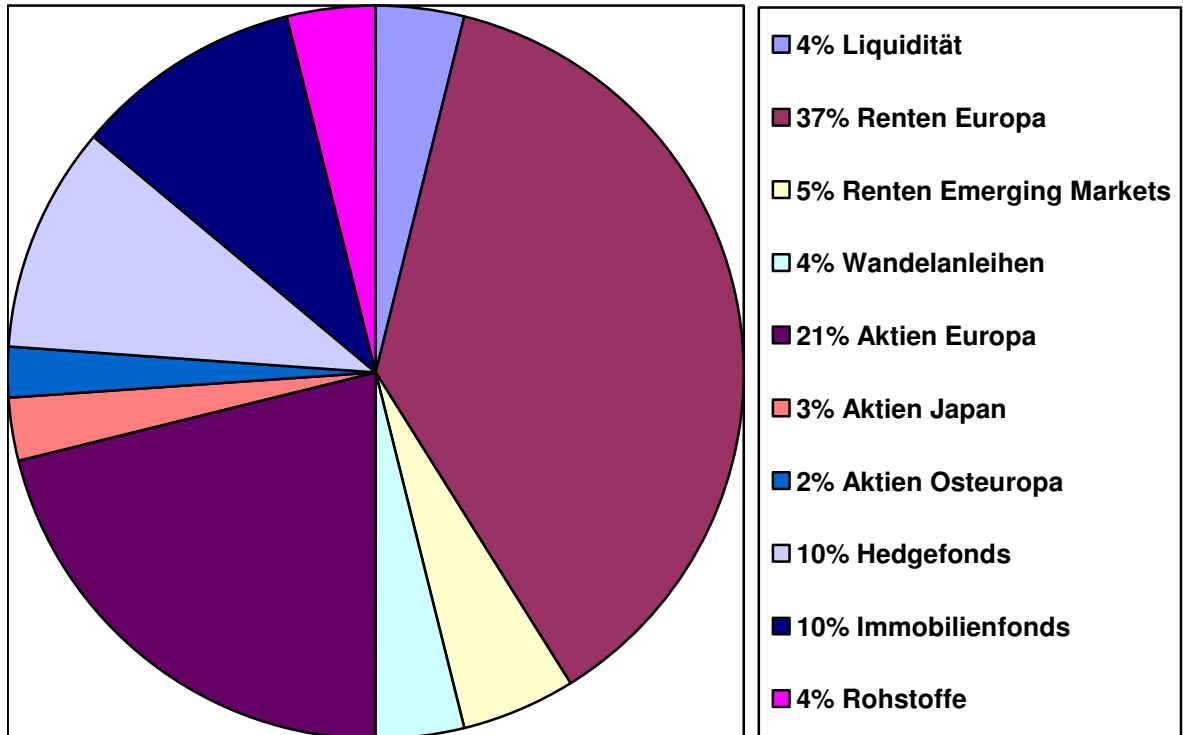
Gibt es einen Grund anzunehmen, dass sich dieses Bild zukünftig verändern wird? Nein. Die Ertragserwartungen einzelner Anlagemöglichkeiten mögen sich im konjunkturellen Zyklus verschieben, die grundlegenden Zusammenhänge werden sie nicht verändern. Es ist die Aufgabe des Portfoliomanagements, die Asset-Allokation im Zeitablauf zu adjustieren und an veränderte Rahmenbedingungen anzupassen. Die Allokation an sich, d.h. die Diversifikation, steht dabei außer Frage. Alles andere wäre eine reine Spekulation mit hohem Risiko.

Vernünftige Asset-Allokation ist entscheidend

Wie könnte eine vernünftige Allokation gegenwärtig aussehen? Die Rahmenbedingungen sehen zusammengefasst wie folgt aus: Die Weltwirtschaft wächst deutlich, getrieben von Entwicklungsländern (China) und den USA, wobei letzteres Wachstum mit einer starken monetären Expansion erkauft wurde. Inflationssorgen bestehen infolge der Effekte der Globalisierung derzeit nicht, müssen aber wieder ins Kalkül gezogen werden. Zinsen driften, von einer niedrigen Basis, eher nach oben. Es bestehen hohe Handelsungleichgewichte. Die politische Situation wird in Europa von der hohen Arbeitslosigkeit, weltweit von dem "Kampf gegen den Terror" geprägt.

Für die Asset-Allokation bedeutet das: Eine einseitige Anlage in Aktien und Renten reicht als Diversifikation nicht aus. Beide Anlageklassen dominierten in der "Jahrhundert-Hausse" der achtziger und neunziger Jahre, sollten aber die nächsten Jahre geringere Erträge bei höheren Risiken aufweisen. Demgegenüber könnten beispielsweise Anlagen in Rohstoffe angesichts des hohen Nachfragesoges eine positive Rolle spielen. Regional steht Asien heute im Fokus, aber auch Osteuropa wird über viele Jahre besondere Anlagemöglichkeiten zeigen. Und – last but not least – least werden nach der Jahrhundert-Hausse und der geplatzten „Blase“ andere Anlagetechniken, welche nicht nur einseitig auf steigende Kurse setzen, an Bedeutung deutlich gewinnen (so genannte "Hedgefonds"). Mit anderen Worten: Bei der Asset-Allokation müssen heute "alternative Anlagen", wie Rohstoffe, Edelmetalle, "Hedgefonds" berücksichtigt werden, zu Lasten von Aktien und Renten.

Eine Portfolio-Diversifikation könnte beispielhaft wie folgt aussehen (Modellportfolio des Vermögensverwalters Berlin & Co):



Ein derartiges Portfolio hätte in der historischen Betrachtung folgende Ergebnisse erzielt:

Betrachtungszeitraum 01.01.1996 - 30.06.2004:

	Anlagezeitraum		
	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Durchschnittsertrag p.a.:	+ 9,0 %	+ 7,6 %	+ 7,7 %
Volatilität p.a.	10,3 %	6,0 %	3,5 %
"Shortfall-Wahrscheinlichkeit" *)	26,6 %	20,1 %	7,1 %
Minimaler Ertrag p.a.	- 8,8 %	- 2,6 %	+ 2,8 %
Maximaler Ertrag p.a.	+ 34,3 %	+ 15,7 %	+ 14,7 %
*) unter Inflationsrate von 2,5 %			

Bei einer 5-jährigen Anlageperiode war die Wahrscheinlichkeit, dass dieses Portfolio einen höheren Ertrag p.a. als die Inflationsrate bringt, immerhin 93 %, der durchschnittliche Ertrag p.a. lag bei 7,7 %. Sollten sich zukünftig ähnliche

Relationen zwischen Ertrag und Risiko ergeben, bei wahrscheinlich etwas niedrigeren absoluten Erträgen, so wäre dieses Portfolio ausgezeichnet für eine Vermögensanlage geeignet – obwohl es im ersten Halbjahr 2004 lediglich einen nur leicht positiven Ertrag erzielt hätte.

Bei Rückfragen wenden Sie sich bitte an:

Ernst-Ludwig Drayß	Tel: 069-92 88 48-30	Email: edrayss@berlin-co.com
Martin Heß	Tel: 069-92 88 48-32	Email: mhess@berlin-co.com
Tiziana Laura Pizzata	Tel: 069-92 88 48-36	Email: tpizzata@berlin-co.com
Ben Sinterhauf	Tel: 069-92 88 48-31	Email: bsinterhauf@berlin-co.com