

# Vergleich von unterschiedlichen Portfolio-Strategien

Bachelorarbeit in Banking und Finance  
Institut für Banking und Finance  
Universität Zürich

12. August 2012

Professor A. Wagner, Ph.D.

Ackeret Fabio



Universität  
Zürich <sup>UZH</sup>

## Executive Summary

### Problemstellung

In wirtschaftswissenschaftlichen Aufsätzen wurden viele Theorien entwickelt, die sich mit der Optimierung von Portfolios beschäftigen. Als Erstes erwähnt sei das berühmte Mean-Variance Framework, entwickelt im Jahre 1952 durch Henry Markowitz. Neuere Ansätze sind der Risk-Parity Approach, das Holistic Asset and Liability Management sowie Absolute Return Strategien. Die inhaltlichen Differenzen zwischen den einzelnen Ansätzen werfen die Frage auf, inwiefern sie sich in Theorie und Praxis voneinander unterscheiden und ob für einen potentiellen Schweizer Investor eine konkrete Anlageempfehlung basierend auf einer Theorie gemacht werden kann.

Das Ziel dieser Arbeit ist es somit, zu untersuchen wie sich Portfolios, die aufgrund der oben genannten Optimierungsstrategien für einen Schweizer Investor aufgestellt wurden, in der Vergangenheit verhalten haben, um daraus Schlüsse für zukünftige Anlageentscheidungen zu ziehen. Es soll aufgezeigt werden, wie sich die Ansätze theoretisch unterscheiden und welche Ergebnisse in der praktischen Umsetzung resultieren. Dabei sollen Stärken und Schwächen der Ansätze herausgearbeitet und daraus eine Anlageempfehlung für einen Schweizer Investor abgeleitet und ausgesprochen werden.

### Vorgehen

Um dieses Ziel zu erreichen, werden zuerst die einzelnen Theorien vorgestellt und im Detail diskutiert. Danach werden mithilfe von wöchentlichen Renditedaten unterschiedlicher Anlageklassen der letzten 20 Jahre die Portfolios aufgestellt und später analysiert. Die Analyse erstreckt sich hier auf folgende Anlageklassen: Liquidität, Aktien, Obligationen, Immobilien und Rohstoffe. Innerhalb der einzelnen Anlageklassen werden die folgenden Benchmarks ausgewählt: *Liquidität Schweizer Franken*: 3-Monats-Libor, *Aktien Schweiz*: SPI, *Aktien Developed Markets*: MSCI World Index, *Aktien Emerging Markets*: MSCI Emerging Market Index, *Obligationen Schweiz*: SBI Domestic Swiss Government, *Obligationen Welt*: Barclays Global Aggregate Bond Index, *Immobilien Schweiz*: SXI Swiss Real Estate Funds, *Immobilien Welt*: MSCI World Real Estate Index, *Rohstoffe*: S&P GSCI.

Das Vergleichen der verschiedenen Portfoliostrategien erfordert ein gedankliches Zurückgehen in der Zeit, hier um zehn Jahre. Der Zeitpunkt, an welchem die Portfolios aufgestellt werden, wird somit auf den 20. Juni 2002 festgelegt. Mittels der damals zur Verfügung stehenden Daten, welche für die meisten Benchmarks noch einmal zehn Jahre zurückreichen, werden nach einheitlichen Kriterien Portfolios erstellt. Diese Portfolios sollen auf die a priori festgelegten Ziele und Risikofähigkeiten eines Investors abgestimmt sein. Es wird dabei versucht für alle Ansätze – die jeweils unterschiedliche Inputs benötigen – die gleiche Ausgangssituationen zu schaffen. Damit es während der Laufzeit zu keinen grossen Abweichungen der Strategischen Asset Allokation kommt, erfolgt ein wöchentliches Rebalancing der Portfolios.

Anschliessend wird untersucht, wie sich die Portfolios in den darauffolgenden zehn Jahren bis zum 28. Juni 2012 verhalten haben. Die Renditen der Portfolios werden mit dem Dollar-Weighted Return verglichen. Um die Renditen für das Risiko adjustiert zu betrachten, wird die Sharpe-Ratio herbeigezogen. Ferner wird noch analysiert, wie sich die Portfolios in den verschiedenen Marktphasen *Börsenrally* (2004 bis 2007), *Börsencrash* (2007 bis 2009) sowie *seitwärtstendierende Märkte* (2009 bis 2012) verhalten haben. Danach werden die Resultate auf ihre Sensitivität gegenüber den getroffenen Annahmen zum Investor untersucht. Am Schluss der Analyse erfolgt das Fazit sowie der Versuch, eine Anlageempfehlung für Schweizer Investoren auszusprechen.

## Resultate

Die Analyse hat gezeigt, dass der potentielle Investor in den letzten zehn Jahren mit einer Portfoliostrategie nach dem Holistic Asset and Liability Management risikoadjustiert am besten gefahren ist. Als nächstbeste Strategie hat sich der Risk-Parity Approach herausgestellt, gefolgt vom Mean-Variance Ansatz. Das mit Abstand schlechteste Portfolio ist das Absolute Return Portfolio, bei dem zum Schlusszeitpunkt des Investitionshorizontes per 28. Juni 2012 mit CHF 70,908 nicht mehr genügend Vermögen vorhanden ist, um die letzte Verpflichtung von CHF 100,000 zu decken. Zusammen mit den weiteren Nachteilen, wie dem *survivorship bias*, den hohen Kosten von Hedge Fund Investments und der Intransparenz, lässt dies den Schluss zu, dass die Verfolgung einer Absolute Return Strategie – zumindest die Umsetzung mittels Hedge-Fund Index – nicht empfehlenswert ist.

Die Tatsache, dass das Holistic ALM Portfolio relativ konstant am besten abgeschnitten hat und der Vorteil, dass zukünftige Verpflichtungen explizit modelliert und in die Analyse miteinzubeziehen sind, sprechen für diesen Ansatz. Die Umsetzung der Strategie ist einfach und dank den für die meisten Anlagekategorien zur Verfügung stehenden ETFs kostengünstig. Dies ist ein grosser Vorteil gegenüber dem Risk-Parity Ansatz, für den ein Hebel benötigt und die Umsetzung dadurch erschwert wird.

Der Autor kommt deshalb zum Schluss, dass die Holistic ALM Strategie – wobei das berühmte und weit verbreitete Mean-Variance Framework um eine wichtige Nebenbedingung erweitert wird – für einen Schweizer Investor zu empfehlen ist.