

Diversifikation 2.0

Vier Varianten der
Portfoliosteuerung
im Vergleich



Das Risiko auf unterschiedliche Einzelanlagen zu verteilen, ist eine Notwendigkeit, die sicher nicht bestritten wird. Der Aufbau eines sinnvoll und angemessen diversifizierten Portfolios gilt als Basisdisziplin für alle, die einen dauerhaften und kontinuierlichen Anlageerfolg anstreben. Doch hat das Ausnahmejahr 2008 die Grenzen und Risiken vieler Modelle aufgezeigt. Es ist an der Zeit, eine Reihe von Annahmen, die bis dahin als Standard galten, auf den Prüfstand zu stellen.



*Autor:
Oliver Paesler, Diplom Ökonom,
ist bei der Schweizer Vermögens-
Manufaktur für das Handelssystem
„TrendPower“ verantwortlich. Dieses
wird seit Mai 2009 zur Steuerung
des ETF-Trendfolgefonds „Pellucida
Multi Asset Fund“ eingesetzt.*

Wenn es möglich wäre, aus allen verfügbaren Finanzanlagen die profitabelste ausfindig zu machen, dann würde jeder rational denkende Anleger dort sein ganzes Geld investieren. Allerdings nur dann, wenn er sicher sein kann, dass diese Anlage auch in Zukunft die profitabelste bleibt. Da es diese Sicherheit leider nicht gibt, neigen Anleger bereits seit dem Altertum rein intuitiv dazu, ihr Geld über verschiedene Anlagen zu streuen. Heutzutage wird dies als Diversifikation bezeichnet.

Wissenschaftlich hat sich Harry Markowitz bereits 1952 in seiner Arbeit „Portfolio Selection“ dem Thema Diversifikation gewidmet. Er kam zu dem Schluss, dass ein richtig diversifiziertes Portfolio aus langfristig profitablen Einzelanlagen ein geringeres Risiko aufweist als jedes Investment in eine der Einzelanlagen allein. Die Arbeit von Markowitz bildet den Ausgangspunkt für die „Moderne Portfoliotheorie“, die im Vermögensmanagement weit verbreitet ist und auch die Grundlage des passiven Investmentansatzes bildet.

■ Passiver Investmentansatz

Der passive Investor geht davon aus, dass er sein Kapital nur über verschiedene, möglichst unabhängige Anlageklassen, wie Aktien, Rohstoffe und Renten, streuen muss, um langfristig eine angemessene Rendite bei vertretbarem Risiko zu erzielen. Er verzichtet auf aktive Anlagestrategien wie z.B. das Timing. Als Risiko- und Money-Management wird dem passiven Investor neben der Diversifikation das so genannte Rebalancing empfohlen.

Der passive Investmentansatz erscheint auf den ersten Blick genial einfach zu sein. Aber macht er ein Portfolio wirklich wetterfest? Ist das wirklich alles, was ein Anleger tun kann? Welche Annahmen müssen erfüllt sein, damit dieser Ansatz funktioniert? Und sind diese Annahmen realistisch?

■ Rebalancing

Unter „Rebalancing“ wird das periodische Wiederherstellen der ursprüng-

lichen Risikostruktur eines Portfolios verstanden. Durch die unterschiedlichen Renditen der einzelnen Portfoliobestandteile verschiebt sich im Zeitablauf die Gewichtung der einzelnen Komponenten. In regelmäßigen Abständen, meist alle 12 oder 24 Monate, wird von den Positionen mit höherer Rendite in die Positionen mit niedrigerer Rendite umgeschichtet, bis die ursprüngliche Gewichtung wieder hergestellt ist. Rebalancing impliziert allerdings eine antizyklische Anlagestrategie, was die Annahme zu Grunde legt, dass sich die in der Vergangenheit renditeschwächeren Investments in Zukunft besser als die bisher renditestarken Positionen entwickeln. Das Rebalancing macht den passiven Ansatz natürlich auch ein Stückweit aktiv, denn der Anleger muss ja immer wieder Transaktionen durchführen und damit auch Transaktionskosten zahlen.

■ Wechselkursrisiken

Neben der Diversifikation über unterschiedliche Märkte sollte der Anleger bei Fremdwährungsanlagen auch die Diversifikation im Währungsbereich berücksichtigen. Man sollte beachten, dass die meisten Rohstoffe und damit auch der CRB-Index in US-Dollar notiert werden und somit eine Kombination mit dem US-Aktienmarkt zu einem Klumpenrisiko im US-Dollar führt. Wer dann noch Gold und Silber als Inflationsschutz hinzufügt, verstärkt die Abhängigkeit vom US-Dollar weiter

■ Alles steigt langfristig?

Eine Voraussetzung, die bei der modernen Portfoliotheorie und auch beim passiven Investmentansatz erfüllt sein muss, ist die Annahme, dass jede eingesetzte Anlageklasse langfristig steigt. Hier ist langfristig sicher ein sehr dehnbarer Begriff. Viele Anleger empfinden 10, 15 oder 20 Jahre, als sehr langfristig. In der Theorie müssen jedoch mittlerweile längere Zeiträume herangezogen werden, um die obige Annahme aufrecht zu erhalten. Betrachtet man beispielsweise den deutschen Aktienmarkt, gemessen am DAX, so lassen sich mittlerweile 10-Jahres-Zeiträume finden, in denen ein Anleger in diesem Markt Verluste gemacht hätte. Ein weiteres Beispiel ist der japanische Aktienmarkt. Bei einem

Investment in den japanischen Index Nikkei 225 besteht selbst nach 20 Jahren die Möglichkeit, noch auf Verlusten zu sitzen. In der Zeit als Markowitz seine Arbeit veröffentlichte, waren derart lange Verlustphasen an den Aktienmärkten noch nicht aufgetreten. Kein Anleger sollte davon ausgehen, dass ein Ereignis, welches bisher nicht aufgetreten ist, zukünftig nicht auftreten kann.

Wer Zweifel daran hegt, dass jede Anlageklasse in einem langfristig betrachteten Anlagezeitraum steigt, wird das Rebalancing deutlich kritischer sehen. Wenn eine oder mehrere Anlageklassen einen lang andauernden Abwärtstrend aufweisen, verstärkt Rebalancing die negativen Auswirkungen. Es wird möglicherweise immer wieder neues Geld in fallende Anlageklassen investiert und damit aus den profitablen Anlageklassen abgezogen. Die alte Börsenweisheit: „Gewinne laufen lassen und Verluste begrenzen“, wird dadurch ins Gegenteil verkehrt.

■ Psychologische Hindernisse

Auch aus psychologischer Sicht ist das passive Investieren nicht einfach durchzuhalten. Viele Anleger betrachten ihr Portfolio nicht als Ganzes, sondern bilden so genannte „mentale Konten“ für jedes Einzelinvestment und orientieren sich an ihren Einstiegspreisen. Dies führt häufig dazu, dass der Anleger in der Krise seinen passiven Ansatz nicht durchhält und die stark gefallen Positionen in Panik nahe dem Tiefpunkt abstößt. Hier wäre es sicher vorteilhaft, Verluste zu begrenzen und damit auch den Stress des Anlegers zu reduzieren.

Obendrein zeigen Untersuchungen, dass bei Anlegern ein Verlust schwerer wiegt als ein Gewinn in gleicher Höhe. Man spricht hier von Verlustaversion. Wer in Kundenauftrag Vermögen betreut, tut gut daran Kapitalrückgänge niedrig zu halten, wenn er seine Kunden dauerhaft halten will. Außerdem sollten große Verluste in jeder einzelnen Position des Kundendepots tunlichst vermieden werden.

■ Veränderte Finanzmärkte

Die zunehmende Dynamik an den Finanzmärkten, wo sich beispielsweise zwei große Abwärtsbewegungen in den letzten 10 Jahren ereigneten, machen

reine Kauf-Halte-Strategien zum Glücksspiel. Der Ausgang wird stark vom Ein- und Ausstiegszeitpunkt abhängig. Und es ist nicht unbedingt damit zu rechnen, die Dynamik an den Finanzmärkten wieder abnimmt und das Niveau der guten alten Zeit erreicht.

„Viele Anleger empfinden 10, 15 oder 20 Jahre schon als sehr langfristig. In der Theorie müssen mittlerweile jedoch längere Zeiträume herangezogen werden, um die Annahme aufrecht zu erhalten, dass jede Anlageklasse langfristig steigt.“

Ebenfalls ist zu beobachten, dass sich die Entwicklungen an den Aktienmärkten verschiedener Länder immer mehr angleichen. Wenn die US-Aktienmärkte fallen, so fallen auch die Aktienmärkte in Europa und Asien. Früher war diese Tendenz nicht so ausgeprägt, so dass eine Diversifikation über Ländergrenzen wirkungsvoller war.

Ein weiteres Problem tritt in Krisenzeiten auf. Dann neigen viele Finanzmärkte dazu, im Gleichschritt in die Tiefe zu rasen. Und damit verliert die Diversifikation gerade dann ihre Wirkung, wenn der Anleger sie am meisten braucht. Das wurde auch im Krisenjahr 2008 im besonderen Maße deutlich.

■ Rendite und Risiko messen

Bevor man sich die Anlageergebnisse unserer Beispiele ansieht, sollte man sich über die Kriterien zu deren Beurteilung Gedanken machen. Unstrittig ist sicher, dass neben der Rendite auch das Risiko einbezogen werden sollte. Meist ist es so, dass ein mehr an Rendite, durch ein höheres Risiko erkaufte werden muss. Während die Rendite sich mit der durchschnittlichen Rendite (geometrisch) pro Jahr noch recht eindeutig bestimmen lässt, sind die Kennzahlen zur Quantifizierung des Risikos vielfältiger. In der Wissenschaft wird normalerweise die Standardabweichung der Renditen als Maß für das Risiko einer Anlage herangezogen. Allerdings trifft die Betrachtung nicht immer den Kern. Stellen Sie sich beispielsweise zwei Kapitalanlagen vor: die eine hat eine konstante Rendite von 3% in jeder Zeitperiode und die zweite hat in 8 von 10 Fällen ebenfalls

eine Rendite von 3% je Zeitperiode. Jedoch hat die zweite Anlageform in zwei Zeitperioden eine Rendite von 6%. Die Standardabweichung der Rendite der zweiten Kapitalanlage ist damit höher als die erste. Aber ist das Risiko dadurch wirklich größer? Das Problem dieses Risikomaßes ist, dass auch positive Abweichungen als Risiko angesehen werden.

Den Anleger interessiert normalerweise nicht, ob seine Rendite vom Durchschnitt abweicht. Er möchte nichts von seinem Kapital verlieren. Hier ist der maximale Kapitalrückgang in Prozent sicher ein Maß, was dem Risikoempfinden des Anlegers näher kommt. Der maximale Kapitalrückgang stellt den größten Rückgang des Kapitals von einem zuvor erreichten Höchststand dar. Oder anders ausgedrückt, es ist der größte Verlust, der entsteht, wenn der Anleger den schlechtesten Ein- und Ausstiegszeitpunkt im Betrachtungszeitraum gewählt hätte.

Um die Rendite ins Verhältnis zum Risiko zu setzen, sind die Sharpe-Ratio und das MAR-Ratio mehr oder weniger gängige Kennzahlen. Die Sharpe-Ratio stellt die jährliche Rendite minus den risikolosen Zins ins Verhältnis zur annualisierten Volatilität der Renditen. Das MAR-Ratio ergibt sich aus dem Verhältnis von jährlicher Rendite zu maximalen Kapitalverlust.

■ Vier Rendite/Risiko-Tests

An einer Reihe von einfachen Beispielen soll die Wirkungsweise und die zu erzielende Rendite, sowie das Risiko verschiedener Ansätze betrachtet werden. Zu diesem Zweck werden 100.000 jeweils ab dem 01.01.1998 investiert und die Entwicklung bis zum 01.11.2009 betrachtet. Dabei wird die Wertentwicklung von ETFs auf der Basis des zugrunde liegenden Indizes simuliert, da es zum Startzeitpunkt noch keine ETFs für die betrachteten Märkte gab. Selbstverständlich werden eine für den jeweiligen ETF übliche Verwaltungsgebühr, sowie Transaktionskosten einberechnet. Für den Aktienmarkt wurde der DAX, für den

„Die Beispiele zeigen, dass sich durch gezielte Verlustbegrenzung die Rendite steigern und das Risiko reduzieren ließ.“



Abb. 1 zeigt die Kursentwicklung des deutschen Aktienmarktes (DAX), des Rentenmarktes (REX) und die Preisentwicklung von Rohstoffen (CRB).

Rentenmarkt der REX und für den Rohstoffbereich der CRB verwendet. Während beim DAX und REX kein Währungsrisiko für Anleger aus dem Euroraum auftritt, hat beim CRB, wie z.B. auch bei Gold, Silber und Platin, nicht nur die Preisentwicklung der Rohstoffe, sondern auch die Wechselkursentwicklung von Euro zu US-Dollar einen Einfluss auf das Ergebnis. Der Geldmarkt wird durch ein Eonia-ETF abgebildet.

I. Jede Anlageklasse für sich betrachtet

Wer im Betrachtungszeitraum nur in ein DAX-ETF investiert hatte, erzielte eine durchschnittliche Jahresrendite von 1,63% und hatte dafür mit einem zwischenzeitlichen Kapitalrückgang von -73% sicher die ein oder andere schlaflose Nacht. Er wird sicher neidisch auf den REX geschaut haben, der eine Rendite p. a. von 5,08% erzielte und das bei einem maximalen Kapitalrückgang von nur -5,53%. Am schlechtesten erging es sicher dem reinen Rohstoff-Investor, er verlor sogar jährlich 1,55%. Hier hat der Verfall des US-Dollar zu dem Verlust geführt. In US-Dollar gerechnet wäre immerhin ein Jährlicher Zuwachs von 0,81% zustande gekommen.

II. Ein Mix aus Anlageklassen

Im nächsten Schritt wollen wir die Ergebnisse eines diversifizierten Portfolios aus

allen drei Anlageklassen betrachten. Wir investieren jeweils 30% in ein DAX-, ein REX, und ein CRB-ETF. Weitere 10% werden am Geldmarkt in ein Eonia-ETF investiert.

Bei dieser Portfolio-Zusammensetzung wurde ohne Rebalancing eine Rendite p. a. von 2,27% erzielt und der maximale Kapitalverlust lag bei -25,94%. Durch die Streuung konnte eine Rendite erzielt werden, die über einen reinen DAX oder CRB Investment liegt. Auch der maximale Kapitalrückgang wurde gegenüber diesen beiden Anlageklassen deutlich reduziert. Allerdings wäre der Anleger mit einem Investment in einen Eonia-ETF mit einer durchschnittlichen Jahresrendite von 3,09% noch deutlich besser gefahren.

Auch wenn dieses Portfolio jeweils zum Jahresanfang neu rebalanciert wird, führt dies nicht zu deutlichen Verbesserungen bei der Rendite oder zur Risikoreduktion. Die Rendite steigt zwar auf 2,52% pro Jahr, dafür erhöht sich auch der maximale Kapitalverlust auf -28,38%. In diesem Beispiel hat Rebalancing also nicht zu einer deutlichen Verbesserung der Rendite-Risiko-Relation geführt.

III. Verlustbegrenzung durch Stopps

Als nächstes nutzen wir neben dem Rebalancing auch noch einen nachgezogenen 10%-Stopp zur Verlustbegrenzung. Wird eine Anlageklasse im Laufe des Jahres ausgestoppt, so wird das

Geld bis zum Rebalancing am Jahresanfang in Eonia-ETFs investiert. Am Jahresanfang wird dann die ursprüngliche Aufteilung in den Anlageklassen wieder hergestellt. Mit einer Rendite von 4,38% und einem maximalen Kapitalrückgang von nur -6,84% hat sich diese Begrenzung der Verluste durchaus bezahlt gemacht.

IV. Einfache Trendfolge-Strategie

Bei unserem letzten Beispiel ersetzen wir das Rebalancing durch eine trendfolgende Methodik aus der Technischen Analyse. Um nicht den Anschein von

nachträglicher Optimierung zu erwecken, verwenden wir mit dem 200-Tage-Durchschnitt den wohl bekanntesten Indikator aus der Technischen Analyse. Sobald der Kurs einer Anlageklasse über dem Durchschnitt verläuft, werden 30% des Kapitals investiert. Wenn der Kurs wieder unter den Durchschnitt fällt oder der nachgezogene 10%-Stopp erreicht wird, wird wieder in den Geldmarkt, sprich das Eonia-ETF umgeschichtet. Mit diesem Ansatz ließ sich, mit begrenzten Aufwand, eine Rendite von immerhin 7,13% erwirtschaften; und das bei einem vergleichsweise niedrigen maximalen Kapitalrückgang von -6,63%.

	Rendite p. a.	Max. Kapitalrückgang	MAR-Ratio	Volatilität p.a.	Sharpe-Ratio
DAX-ETF	1,63%	-73,00%	0,02	24,34%	-0,02
REX-ETF	5,08%	-5,53%	0,92	3,16%	0,98
CRB-ETF	-1,55%	-51,52%	-0,03	15,22%	-0,23
Eonia-ETF	3,09%	0,00%		0,31%	3,54
Portfolio ohne Rebalancing	2,27%	-25,94%	0,09	8,46%	0,03
Portfolio mit Rebalancing	2,52%	-28,38%	0,09	8,06%	0,06
Portfolio mit Rebalancing + Stopp	4,38%	-6,84%	0,64	5,04%	0,47
200-Tage-Durchschnitt + Stopp	7,13%	-6,15%	1,16	5,35%	0,96



Abb. 2 zeigt die Vermögensentwicklung der vier vorgestellten Anlagestrategien seit dem 01.01.1998.

Sicher ist der 200-Tage-Durchschnitt keine optimale Lösung, da es beispielsweise in ausgedehnten Seitwärtsphasen zu einigen Fehlsignalen kommt. Aber hier sind bereits Methoden verfügbar, die solche Schwachstellen deutlich reduzieren. Auch wurde in diesem Beispiel nur auf steigende Kurse gesetzt und die Möglichkeiten, die Short-ETFs eröffnen wurden nicht berücksichtigt.

Resümee

Die Beispiele zeigen, dass sich durch gezielte Verlustbegrenzung die Rendite steigern und das Risiko reduzieren ließ. Die Verwendung einer trendfolgenden Ein- und Ausstiegsstrategie anstelle des eher antizyklisch wirkenden Rebalancings hat zu einer deutlichen Renditesteigerung bei gleichzeitig erheblich verbesserten Risikokennzahlen geführt. Sicher kann behauptet werden, dass diese Ergebnisse Zufall sind, doch haben wir eine Reihe weiterer Test über längere Zeiträume und mit mehr Märkten durchgeführt, die diese Ergebnisse bestätigen. Hier lassen sich mit moderner Software schnell eigene Ideen überprüfen. Jeder sollte generell seine Strategie testen, bevor er danach sein Geld oder das Geld seiner Kunden investiert.

Diversifikation 2.0

Grundsätzlich soll an dieser Stelle nicht die Vorteilhaftigkeit von Diversifikation in Frage gestellt werden, sondern viel mehr hinterfragt werden, ob Diversifikation über Märkte allein ausreichend ist, um der zunehmenden Volatilität an den Finanzmärkten gerecht zu werden. Neben der Diversifikation erscheint der Einsatz von Stopps sinnvoll. Wer aktive Strategien einsetzt, sollte nicht nur über die Anlageklassen diversifizieren, sondern auch ein Bündel von Strategien mit einem positiven Erwartungswert einsetzen. Denn auch Anlagestrategien können temporär versagen und dann hilft ein Strategie-Portfolio, den Anlageerfolg zu verstetigen. Eine Diversifikation über verschiedene Handelstaktiken und auch Zeitebenen kann zu einer deutlich verbesserten Rendite-Risiko-Relation führen. Und ETFs eignen sich schließlich nicht nur zum passiven Investieren, sondern bieten auch für aktive Investoren einen Mehrwert.