



## Wie „modern“ und wie relevant ist **Markowitz**?

*Vor genau 50 Jahren veröffentlichte Harry Markowitz, der Begründer der „Modernen Portfoliotheorie“, sein erstes Buch. Darin beschreibt er die „Effizienzlinie“, auf der der Investor mit seinem Investmentportfolio den maximalen Ertrag für das eingegangene Risiko erzielt. Seitdem ist die Zusammenstellung eines effizienten Portfolios – das aus unterschiedlichen Kombinationen von Vermögenswerten besteht, die erworben und langfristig mit minimaler Anpassung gehalten werden können – zum „Heiligen Gral“ des intelligenten Investors geworden. Doch wie modern und wie relevant sind Markowitz' Theorien in dieser neuen Welt des internetgestützten Handels und der immer komplexeren Anlageprodukte tatsächlich? Wir fragen Sidsel Møller, Experte für Portfoliooptimierung innerhalb der Asset Allocation-Abteilung bei der dänischen Sparinvest.*

*Die Kreditklemme ist mittlerweile zwei Jahre alt. Und es scheint, als hätten Aktien, Unternehmensanleihen und Immobilienmärkte in diesem Zeitraum alle bemerkenswert synchron (mit hoher Korrelation) reagiert – sowohl beim Einbruch im Jahr 2008 als auch während der Erholung im Jahr 2009. Hätte Markowitz mit seiner Theorie ein solches Szenario vorausgesagt bzw. hätte er es überhaupt voraussagen können?*

„Ja, die Theorie deckt eindeutig auch dieses Szenario ab. Die Theorie von Markowitz ist lediglich eine Mittelwertoptimierung. Da der Risiko-Ertragsraum der Effizienzlinie durch die Standardabweichung und den erwarteten Ertrag definiert ist, kann der tatsächliche Ertrag manchmal deutlich vom mittleren Ertrag abweichen, ebenso wie auch Korrelationen im Zeitablauf schwanken können. Tatsächlich haben riskante Vermögenswerte wie zum Beispiel Aktien, hochverzinsliche Anleihen und Schwelmländeranleihen im Jahr 2008 extrem hohe Einbußen erlitten und sich seit März wieder erholt. Auch die Immobilienmärkte vieler Länder sind eingebrochen, in Ländern ohne Spekulationsblasen sind sie jedoch stabil geblieben. Solange jedoch die Anlageklassen nicht perfekt korreliert sind (Korrelation = 1), besteht immer eine Möglichkeit, den Ertrag durch Risikostreuung zu steigern und gleichzeitig das Risiko zu senken. Ein gut diversifizierter Anleger hätte weniger verloren als ein Anleger, der während der Aktienmarkttralle der Jahre vor 2008 vergaß, sein Portfolio zu diversifizieren oder anzupassen.“

*Überrascht es Sie, dass viele, die mit „Buy-and-Hold“ („Kauf- und Halten“-) Strategien in den vergangenen*

*zwei Jahren hohe Summen verloren haben, nun das Gefühl haben, dass Markowitz „moderne Portfoliotheorie“ begraben werden kann?*

„Nein, das überrascht mich gar nicht. Aber eine „Buy-and-Hold“-Strategie ohne Rebalancing hätte auch das Risiko deutlich erhöht. Als die Aktienmärkte stiegen und die Zinsdifferenzen auf beinahe Null sanken, wäre der in riskanten Vermögenswerten investierte Portfolioanteil ohne periodisches Rebalancing enorm gestiegen, und mit ihm auch das Portfoliorisiko. Ein Investor mit einem von Anfang an diversifizierten und regelmäßig neu angepassten Portfolio hätte bei ansonsten gleichen Umständen nicht so viel verloren wie der Investor mit der Buy-and-Hold-Strategie.“

*Glauben Sie immer noch an die Markowitz-Theorie?*

Ja. Ich glaube nach wie vor an die Notwendigkeit, ein kundenspezifisches Risikoprofil zu erstellen und ein gut diversifiziertes Portfolio zu optimieren, das zu dem – privaten oder institutionellen – Kunden passt. Wir haben seit Markowitz Fortschritte gemacht. Optimierung heißt nicht länger, das Portfolio auf der Effizienzlinie zu finden. Doch die Markowitz Theorie ist und bleibt die Grundlage der heutigen Portfoliooptimierung. Die Berücksichtigung von Korrelationen, auch steigenden kurzfristigen Korrelationen, beruht sehr stark auf den von Markowitz erkannten Diversifikationseffekten.

*Früher hieß es immer: Wenn Amerika niest, bekommt die Welt einen Schnupfen. In den letzten zwei Jahren*



**hat keiner der entwickelten Märkte auch nur Anzeichen für eine Abkoppelung von den USA gezeigt und eine Führungsrolle übernommen. Können wir bei der Suche nach niedrigen Korrelationen unter allen Regionen nur auf die Schwellenländer hoffen?**

„Nein, die Korrelationen verschiedener Anlageklassen in unterschiedlichen Märkten werden im Zeitverlauf immer schwanken. Die Schwellenländermärkte haben sich sehr viel überzeugender erholt als die entwickelten Märkte, da sie auch die Länder mit dem größten effektiven Wachstumspotenzial sind. Doch sie mussten sich auch von einem sehr viel tieferen Stand erholen, denn sie brachen vergangenes Jahr stärker ein als die entwickelten Märkte. Auch das muss berücksichtigt werden. In jedem Fall aber sollten Schwellenländer in einem gut diversifizierten Portfolio niemals fehlen.“

**Wie – wenn überhaupt – haben die Ereignisse der vergangenen zwei Jahre ihre Asset Allocation-Modelle verändert?**

„Wir arbeiten ständig daran, ältere Modelle zu verbessern oder neue zu entwickeln, und dieser Prozess wurde schlicht und einfach fortgesetzt. Allerdings konnten wir eine steigende Fokussierung auf die Identifizierung des Risikoprofils des Anlegers feststellen, und zwar sowohl im institutionellen als auch im Privatkunden-Geschäft. Die Risikoprofile institutioneller Investoren werden weitgehend durch aufsichtsrechtliche Anforderungen bestimmt. Privatanleger wiederum unterliegen diesen Beschränkungen nicht. Dafür werden sie von ihren Emotionen und psychologischen Beweggründen getrieben. In letzter Zeit konzentrierte man sich daher stärker auf Behavioural Finance. In der klassischen Portfoliotheorie wird angenommen, dass die Anleger rationale Erwartungen haben und risikoscheu sind. In der heutigen Portfoliooptimierung geht es aber auch darum, die Triebfedern der einzelnen Privatanleger zu erfassen und zum Beispiel die Schwelle zu entdecken, ab der der Anleger mit Verlust verkauft. Daraus wird abgeleitet, wie hohe Verluste er ertragen und trotzdem investiert bleiben kann. Darüber hinaus werden auch andere Randbedingungen wie zum Beispiel zwischenzeitliche Liquiditätserfordernisse berücksichtigt. Erst wenn all



diese Faktoren erfasst sind, wird das Anlegerportfolio optimiert. Wir haben hier also eine deutliche Abweichung von der klassischen Theorie. Die Optimierung maximiert nicht mehr den erwarteten Ertrag bei einer bestimmten Standardabweichung. Stattdessen wird das Portfolio angepasst, um das Risiko zu minimieren, einen Verlust zu erleiden und zu realisieren.

**Sind Ihre Strategischen Asset Allocation-Fonds ausreichend diversifiziert, obwohl sie nur in Anleihen und Aktien investieren? Was ist mit Rohstoffen und Immobilien?**

„Theoretisch hält das gut diversifizierte Portfolio das Marktportfolio, das heißt, alle möglichen Anlageklassen. Bei Rohstoffen jedoch lehrt die Geschichte, dass ihr Ertrag langfristig der Inflation entspricht, was auch logisch ist, weil die Inflation die Veränderung des Preisniveaus im Zeitablauf anzeigt. Damit sind Rohstoffanlagen ganz allgemein gesprochen eine Absicherung gegen Inflation.

Immobilien wiederum sollten eindeutig Teil eines gut diversifizierten Portfolios sein. Daher werden Immobilien als Teil des PROCEDO Fund-Portfolios für längerfristig orientierte Anleger eingeführt, doch machen sie nur einen kleineren Teil des Gesamtportfolios aus. Die Anlage erfolgt über Dachfonds, wodurch wir innerhalb der Anlageklasse noch einmal eine gewisse Diversifizierung und ein Mindestmaß an Liquidität erreichen. Da die Asset Allocation-Fonds das optimale Portfolio für ein gegebenes Risikoprofil halten sollten, ist es wichtig, auf Liquidität zu achten. Fehlt sie, laufen wir möglicherweise Gefahr, das Portfolio nur unter hohen Kosten an die optimale Allokation anpassen zu können.“

**Viele Anleger versuchen nun, das Risiko mit immer exotischeren Instrumenten einschließlich gehebelten ETFs und strukturierten Produkten zu kontrollieren. Halten Sie das für den richtigen Weg?**

„Das hängt vom Kunden ab. Gehebelte ETFs sind interessant, bergen jedoch auch hohe Risiken. Da es sich um ein gehebeltes Engagement gegenüber einem Index oder einer Anlageklasse handelt, steigert der Hebel den Ertrag des Fonds, aber auch sein Risiko – und zwar im Positiven ebenso wie im Negativen. Darüber hinaus



## Wie „modern“ und wie relevant ist Markowitz?

beeinflussen auch andere Risikofaktoren den Ertrag eines derartigen Investments. Um ein gleichbleibendes Engagement in der Anlageklasse beizubehalten, setzt der Fondsmanager in dem Maße, in dem die Kurse schwanken, viele Derivate ein. Das schafft Kontrahentenrisiko und verursacht zusätzliche Kosten. Dazu kommen dann noch die Finanzierungskosten des Hebels selbst. Bei Marktturbulenzen steigt das Risiko, dass die psychologische Grenze erreicht wird, ab der der Investor mit großen Verlusten verkauft. Daher würde ich dem durchschnittlichen Anleger ein solches Investment nicht empfehlen. Derzeit können wir sicher annehmen, dass die Anleger weitere Verluste eher ungern in Kauf nehmen. Und angesichts der aktuell volatilen Märkte ist diese Anlageform lediglich einer sehr beschränkten Anzahl von Investoren zu empfehlen. Wichtig ist in diesem Zusammenhang auch, dass die US-Aufsichtsbehörden diese Produkte verstärkt unter die Lupe nehmen, was diverse große Investmentbanken dazu veranlasst hat, diese Produkte entweder zu überprüfen oder erst gar nicht mehr anzubieten.

Strukturierte Produkte sind hervorragend geeignet, ein Investment an ein spezifisches Risikoprofil anzupassen. Das Produkt kann verschiedene Merkmale aufweisen – wie beispielsweise Kapitalschutz, die Bereitschaft, einen Teil des investierten Kapitals für die Chance auf einen höheren erwarteten Ertrag zu verlieren, oder es kann optionsähnliche Merkmale haben etc. Theoretisch könnte daher für alle nur denkbaren Anlegerwünsche ein entsprechendes strukturiertes Produkt existieren. Aufgrund der sehr speziellen Eigenschaften strukturierter Produkte wird deren Ertrag jedoch durch andere Risikofaktoren gefährdet, die weit über die Kursschwankungen des Basiswerts hinausgehen. So können sie zum Beispiel unter einer recht eingeschränkten Liquidität leiden, denn durch ihre starke Spezialisierung bedienen sie nur einen sehr engen Kundenkreis. Hinzu kommt, dass viele dieser Ausstattungsmerkmale erst bei Fälligkeit ertragsrelevant werden. Zudem macht die mangelnde Transparenz es gelegentlich schwer, für das Produkt einen fairen Preis festzusetzen. Das macht strukturierte Produkte auf jeden

Fall eher zu einer Strategie, die gekauft und bis zur Fälligkeit gehalten werden sollte und senkt die Chance, sich im Falle eines akuten Liquiditätsbedürfnisses zu einem fairen Preis von dem Investment zu trennen. Auch strukturierte Produkte würde ich unter Berücksichtigung ihrer Transparenz und der Erfordernisse des Investors nicht unbesehen jedem Anleger empfehlen.“

**Man hört verschiedentlich, dass sich Asset Allokationen auf der Grundlage von Anleihen und Aktien am besten für langfristige Haussen eignen, während in langfristigen Baissen unkonventionelle Methoden (taktische und exotische Anlagen) sinnvoller sind. Stimmen Sie dem zu?**

„Ja, wenn wir nur voraussagen könnten, wann diese Bais- sen stattfinden. Idealerweise sollte man riskante Vermö- genswerte absichern oder einfach abstoßen, kurz bevor die Stimmung ins Negative dreht. Zu diesem Zeitpunkt sind die Preise konventioneller Vermögenswerte hoch und die Preise von Absicherungsinstrumenten niedrig, so dass man am besten der erste ist, der diese Maßnah- me ergreift. Aber natürlich darf man auch nicht zu früh loslegen. Selbst Soros verlor während der Technologie-Blase 700 Millionen US-Dollar, als er auf sinkende Kurse wettete. Er hatte zwar recht, war aber zu früh dran. Das beweist, dass Markt-Timing sogar für profes- sionelle Anleger schwierig ist.

Tendenziell reagieren Anleger, die einen solchen Ansatz ver- folgen, normalerweise zu spät. Da Stimmungsumschwünge ext- rem schwierig vorherzusagen sind, fährt man mit Diversifi- zierung besser. Das heißt, man sollte das langfristige Risiko so stark senken, dass man die Wahrscheinlichkeit minimiert,

die Verkaufsschwelle zu erreichen. Kurz gesagt: Nein, ich stimme nicht zu.“

**Worin sehen Sie die größten Stärken einer „Buy-and-Hold“-Strategie auf der Grundlage einer strategischen Asset Allocation?**

„Zunächst einmal haben wir es hier mit einer Methode zu tun, die die Anstrengungen dort konzentriert, wo sie

*„Wenn also Markt-Timing sowohl unsicher als auch zeitaufwendig ist, setzt man seine Ressourcen sinnvoller dafür ein, die richtige Asset Allokationen für den Kunden sicherzustellen.“*

Sidsel Møller  
Sparinvest



am wirksamsten sind. Diverse Studien haben gezeigt, dass mehr als 90 Prozent des Portfolioertrags durch die strategische Asset Allocation bestimmt wird, der Rest beruht auf Taktik und auf der Selektion der richtigen Einzeltitel. Diese Untersuchungen wurden anhand von Pensionsfonds und Anlagen anderer professioneller Investoren und Privatanleger durchgeführt.

Die taktischen Investments und die Wertpapierselektion professioneller Anleger erklären weniger als 10 Prozent des Ertrags ihrer Portfolios – und das obwohl anzunehmen ist, dass sie über die entsprechende Ausbildung und Erfahrung verfügen und mehr Zeit für dieses Thema aufwenden als normale Privatanleger. Wir können also ohne weiteres davon ausgehen, dass sie in diesen Bereichen wahrscheinlich besser sind oder sein sollten. Warum also viel Zeit auf Taktik und Wertpapierselektion verwenden, die sehr geringe Auswirkungen auf den Gesamtertrag haben? Am wichtigsten ist es, Ihr Portfolio auf Grundlage des Risikoprofils und der Anlagebeschränkungen zu optimieren, es im Zuge des kürzeren Anlagehorizonts oder im Zuge veränderter Anlagebeschränkungen zu variieren – und die regelmäßige Anpassung an die einmal gewählte Allokationen nicht zu vergessen.

Der zweite Vorteil der Strategie besteht darin, dass sie Zeit spart. Jeder von uns hat viel zu tun. Wir haben unsere Arbeit, unsere Familie, um die wir uns kümmern, Freizeitaktivitäten etc. Wenn Sie bei Ihrer strategischen Asset Allocation bleiben und diese regelmäßig anpassen, können Sie Ihr Leben leben, ohne zu viel Zeit und Sorge auf ihre Investments verschwenden zu müssen.“

**Besteht das Problem der Modernen Portfoliotheorie nicht darin, dass sie in einer Krise nicht funktioniert, weil sie keinen eingebauten „Verkaufskatalysator“ hat? In der Modernen Portfoliotheorie wird das Risiko über die „Standardabweichung“ gemessen (d.h. über die durchschnittliche Abweichung vom Ertragsmittel eines bestimmten Wertpapiers), aber die Theorie sagt nicht, was passiert, wenn die Volatilität die erwarteten Verluste übersteigt?**

Sowohl in der ursprünglichen Modernen Portfoliotheorie als auch in unserer heutigen Version, die auf der Moder-

nen Portfoliotheorie beruht, werden auf jeden Fall auch hohe Abweichungen vom mittleren Ertrag berücksichtigt. Mir scheint nur, dass der Zielkonflikt zwischen Risiko und Ertrag eines Investments in den Jahren vor 2008 in Vergessenheit geraten ist. Die Aktienerträge waren positiv und stabil, die Zinsdifferenzen sanken stärker als durch die Fundamentaldaten gerechtfertigt, es gab

die Immobilienblase – um nur einige Gründe zu nennen. All diese Entwicklungen deuten darauf hin, dass die Anleger leichtfertig waren und vergessen haben, dass der Ertrag eines Investments immer zum Preis eines höheren Risikos erkaufte wird. Risiko wiederum bedeutet, dass ab und zu Verluste eintreten, auch extrem hohe Verluste. Selbstverständlich sind Verluste wie die von 2008 sehr unwahrscheinlich, aber die Wahrscheinlichkeit ist nicht null und war es nie. Es steht also außer Frage, dass dies nicht die letzte Finanzkrise dieser Größenordnung war, und obwohl wir die Krise von 2008 als „hundertjährige“ Krise bezeichnen, ist nicht auszuschließen, dass Sie und ich die nächste große Krise noch erleben.

Das Problem mit Verkaufsauslösern besteht darin, dass Markt-Timing extrem schwierig bis unmöglich ist. Und wie bereits gesagt, erklärt Markt-Timing noch nicht einmal 10 Prozent des Portfolioertrages. Wenn also Markt-Timing sowohl unsicher als auch zeitaufwendig ist, setzt man seine Ressourcen sinnvoller dafür ein, die richtige Asset Allokationen für den Kunden sicherzustellen.“

**Wann, glauben Sie, kehren die Korrelationen der Vermögenswerte wieder zur Normalität zurück?**

„Die Kurse von Wertpapieren werden durch Angebot und Nachfrage bestimmt. Das gilt auch für die Korrelationen zwischen den Anlageklassen. Derzeit herrschen offenbar immer noch Verwirrung und unterschiedliche Meinungen über die künftige Preisentwicklung. Die Anleger reagieren übersensibel auf Nachrichten, und viele verhalten sich beim Bekanntwerden neuer Informationen nahezu hysterisch. Dies wird natürlich durch Daytrader auf der Suche nach schnellen Gewinnen ausgenutzt, was wiederum die kurzfristigen Volatilitäten steigen lässt. Wann die Korrelationen wieder zur Normalität zurückkehren, ist schwer zu sagen, ganz sicher aber dann, wenn der durchschnittliche Anleger erneut in Risikopapiere investiert und wenn dann auch die institutionellen Investoren





## Wie „modern“ und wie relevant ist Markowitz?

folgen, die aufgrund aufsichtsrechtlicher Bestimmungen aktuell nicht in den Markt einsteigen können. Wenn diese Akteure erneut an den Märkten für „traditionelle“ Risikopapiere wie zum Beispiel Aktien und Unternehmensanleihen auftreten, sinken auch die Korrelationen. Berücksichtigen Sie aber auch, dass die langfristigen Korrelationen nicht sehr stark gestiegen sind.“

### **Was sagen Sie freien Finanzberatern, die ihre Buy-and-Hold-Strategien aufgeben?**

„In den vergangenen Jahren wuchs unter anderem die Konzentration auf Anlegerschutz und „Best Practice“. Finanzberater unterliegen nun den MiFID-Richtlinien, und es ist stark davon auszugehen, dass die Aufsichtsbehörden ihre Kontrolle nach der Finanzkrise noch verschärfen werden. Daher ist es zwingend erforderlich, seinen Kunden wirklich zu kennen, das heißt, sein Risikoprofil zu erstellen. In der jüngsten Zeit wurden modernere Hilfsmittel entwickelt, um nicht nur die Risikoneigung und die Ertragsziele des Kunden zu bestimmen, sondern auch die psychologischen Beweggründe wie beispielsweise Risikoaversion zu ermitteln, denen wir alle unterliegen. Diese Hilfsmittel sind bestens geeignet, das optimale Portfolio für den Kunden zu identifizieren. Und ich sehe in der Berücksichtigung der Verhaltensmuster bei der Erstellung des Risikoprofils eines Kunden und der darauf aufbauenden – modernisierten – strategischen Asset Allocation zur Ermittlung des besten Kundenportfolios einen der zukünftigen Mega-Trends. Derzeit scheinen die Anleger wenig geneigt, klassische Risikopapiere zu kaufen, und schaffen damit einen Markt für strukturierte Produkte, gehebelte ETFs, etc.. Doch das diesen Produkten eigene Risiko wird möglicherweise unterschätzt, weil

dabei auch andere Risikofaktoren außerhalb der reinen Korrelationen und Volatilitäten zum Tragen kommen. Faktoren wie Liquiditätsrisiko, optionsähnliche Merkmale, Kontrahentenrisiko etc. haben Auswirkungen auf den Ertrag solcher Anlagen. Ich rate jedem Finanzberater dringend, auch diese Risiken zu berücksichtigen und zu prüfen, ob sie dem individuellen Kundenprofil entsprechen, bevor er Kunden derartige Produkte empfiehlt. Womöglich erscheinen diese Papiere in diesem Licht dann gar nicht mehr so attraktiv.“

### **Was raten Sie Anlegern, die ihre Positionen während des „schwarzen Oktobers“ geschlossen haben und nun so risikoscheu sind, dass sie ihre gesamten Mittel immer noch liquide und in Staatsanleihen halten?**

„Anlegern, die letztes Jahr hohe Verluste realisiert haben, würde ich raten, einmal ihr Risikoprofil zu erstellen und dabei auch den maximalen Verlust zu beziffern, den sie ertragen können, ohne zu verkaufen. Danach sollten sie anhand dieses individuellen Risikoprofils ihr Portfolio optimieren.“

Für die meisten Anleger bedeutet dies den Weg zu einem - oder mehreren - Finanzberatern, die über die richtigen Hilfsmittel zur Erstellung eines Risikoprofils und sowie moderne Asset Allocation-Tools verfügen.

Diese zwei Schritte, Erstellung eines Risikoprofils und strategische Asset Allocation, können Anlegern dabei helfen, ihre Anlagen so zu optimieren, dass sie ihre Verluste nicht realisieren müssen und bis zur Trendwende investiert bleiben können.“

Sparinvest SICAV ist eine offene Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Die Zeichnung von Anteilen muss stets auf Grundlage des aktuellsten Verkaufsprospekts und/oder des vereinfachten Verkaufsprospekts sowie des aktuellen Jahresberichts bzw. Halbjahresberichts, sofern dieser aktueller ist erfolgen. Der Anleger kann sowohl diese Dokumente, als auch die ursprüngliche und jegliche nachfolgend geänderte Satzung der Fonds jederzeit bei Sparinvest oder bei den berechtigten Vertriebsstellen kostenlos anfordern. Vergangene Wertentwicklungen bieten keine Garantie für die künftige Entwicklung. Angelegte Gelder unterliegen einem Verlustrisiko. Fremdwährungsanleihen sind Wechselkursschwankungen unterworfen. Für Anlagen in Schwellenländern besteht ein erhöhtes Risiko. Sofern nicht anders angegeben, wurden die hier dargestellten Wertentwicklungen Nettoinventarwert zu Nettoinventarwert bei Wiederanlage der Erträge und in Fondswährung ermittelt. Vertretung und Zahlstelle für Anleger in der Schweiz ist: RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zweigniederlassung Zürich, Badenerstrasse 567, Postfach 101, CH-8066 Zürich. Quelle: Sparinvest S.A.; Morningstar; Standard & Poors und Bloomberg zum jeweils angegebenen Datum.