Das kleine Kapitalmarkt - Einmaleins

EIN BLICK

EINBLICK | Nr. 1 — 2018

Ist Ihr Portfolio ausreichend diversifiziert?

Vermutlich werden die meisten Anleger diese Frage mit einem überzeugten „Ja“ beantworten. Schließlich gilt eine ausreichende Risikostreuung als die wichtigste Basis bei der Kapitalanlage.

Doch wie sieht erfolgreiche Risikostreuung in der Praxis eigentlich aus? Das Wissen allein, dass man nicht alle Eier in einen Korb legen soll, reicht nicht aus, wenn man nicht weiß, wo die anderen Körbe stehen. Zu wissen, wie man singt, heißt schließlich noch lange nicht, dass man gut singt.

Mit Theorie und Praxis ist das auch bei der Risikostreuung so eine Sache.

Wer sein Vermögen in der Vergangenheit breit auf eine Vielzahl an Aktien gestreut hat, kennt das Problem. Nehmen wir beispielsweise mal den bekanntesten weltweiten Aktienindex – den *MSCI World TR* (TR steht hierbei für Total Return und bedeutet, dass Dividenden bei der Performanceberechnung berücksichtigt werden). Der *MSCI World TR* enthält derzeit 1.653 Aktien aus 23 Industrieländern und 11 unterschiedlichen Branchen. Doch selbst diese breite Streuung konnte nicht verhindern, dass der Index zwischen Herbst 2000 und Frühjahr 2003 sowie zwischen Sommer 2007 und Frühjahr 2009 jeweils über 50% verlor. Dabei mussten Anleger in der Spitze länger als 13 Jahre warten, bis sie ihr ursprünglich eingesetztes Kapital wieder erlangt hatten.

Berücksichtigt man diese Risikokennziffern, erscheint die Rendite von 6,01% p.a., die man mit weltweiten Aktien in den vergangenen 20 Jahren erzielen konnte, als nicht allzu überzeugendes Schmerzensgeld.

Unter diesem Blickwinkel stellt sich Risikostreuung als eher zahnloser Papiertiger dar.

Erkenntnis Nr. 1

Egal wie breit man streut – allein mit Aktien lässt sich Risikostreuung nicht erfolgreich umsetzen.

Erkenntnis Nr. 2

Auch wenn dies derzeit gerne behauptet wird, Aktien sind nicht *alternativlos*. Sie stellen zwar eine der ertragreichsten Anlageformen dar, weisen bei einem *Buy & Hold* - Ansatz allerdings ein unausgewogenes Chance/Risiko-Profil auf.

Schauen wir uns nun einmal an, wie sich Risikostreuung auswirkt, wenn wir unser Vermögen nicht nur in Aktien investieren, sondern mit Anleihen, Währungen und Rohstoffen zudem die wichtigsten verbliebenen Anlageklassen mit in das Portfolio aufnehmen.

Zu diesem Zweck betrachten wir ein ausgewogenes, breit diversifiziertes Portfolio, welches sich wie folgt zusammensetzt:

20% Aktien weltweit ohne Euroraum
MSCI World ex EMU TR

20% Aktien Euroraum
MSCI EMU TR

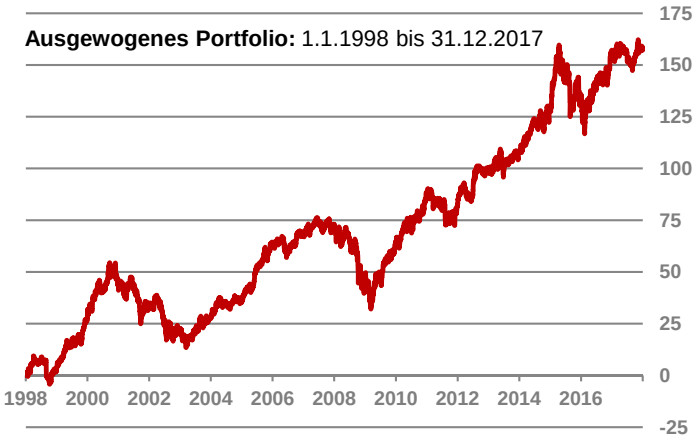
20% Staatsanleihen Global ohne Euroraum
Citi WGBI ex-EMU Government TR

20% Staatsanleihen Euroraum
JPM EMU Government Bond TR

20% Rohstoffe
Bloomberg Commodity TR

Damit die ausgewogene Gewichtung des Portfolios auch über die Jahre erhalten bleibt, erfolgt eine halbjährliche Anpassung der einzelnen Quoten an die ursprüngliche Gewichtung *(Rebalancing).*

Auf den ersten Blick sieht die Entwicklung dieses Portfolios in den letzten 20 Jahren erfreulich aus.



Bei einer genaueren Betrachtung der Ergebnisse bleibt eine gewisse Ernüchterung allerdings nicht aus:

Rendite in % p.a.:	**4,84%**
Maximaler Verlust:	**26,48%**
Längste Verlustphase:	**4,98 Jahre**

Zwar konnten gegenüber einer reinen Aktienanlage die Risiken halbiert werden, das Verhältnis von Ertrag zu Risiko ist aber weiterhin recht unbefriedigend – insbesondere wenn man bedenkt, dass die Rendite von 4,84% p.a. vor Kosten und Steuern gilt.

Als zusätzliches Problem stellt sich dar, dass die Anleihen im Portfolio aufgrund der Null- und Niedrigzinsen in der heutigen Zeit kaum noch einen Beitrag zur Performance beitragen können. Damit lässt ein Blick nach vorne erwarten, dass unser breit gestreutes Portfolio zukünftig (noch) weniger Erträge abwirft – bei mindestens unveränderten Risiken.

Für eine Rendite von 4% ist sicherlich nicht jeder bereit, zwischenzeitliche Verluste von über 25% und Verlustphasen von 5 Jahren zu erdulden.

Erkenntnis Nr. 3
Mit einer breiten Risikostreuung auf die traditionellen Anlagen Aktien, Anleihen, Währungen und Rohstoffe wird aufgrund enttäuschender Risikokennzahlen kein überzeugendes Chance/Risikoverhältnis erzielt.

Vor dem Hintergrund dieser Erkenntnis kommt zwangsläufig die Frage auf, warum Risikostreuung bei der Kapitalanlage überhaupt einen derart hohen Stellenwert zugemessen bekommt.

Viel Farbe im Vermögen ist kein Schlüssel zum Erfolg.

Aus obigen Ergebnissen lässt sich zudem eine weitere, für viele vermutlich überraschende Erkenntnis ableiten.

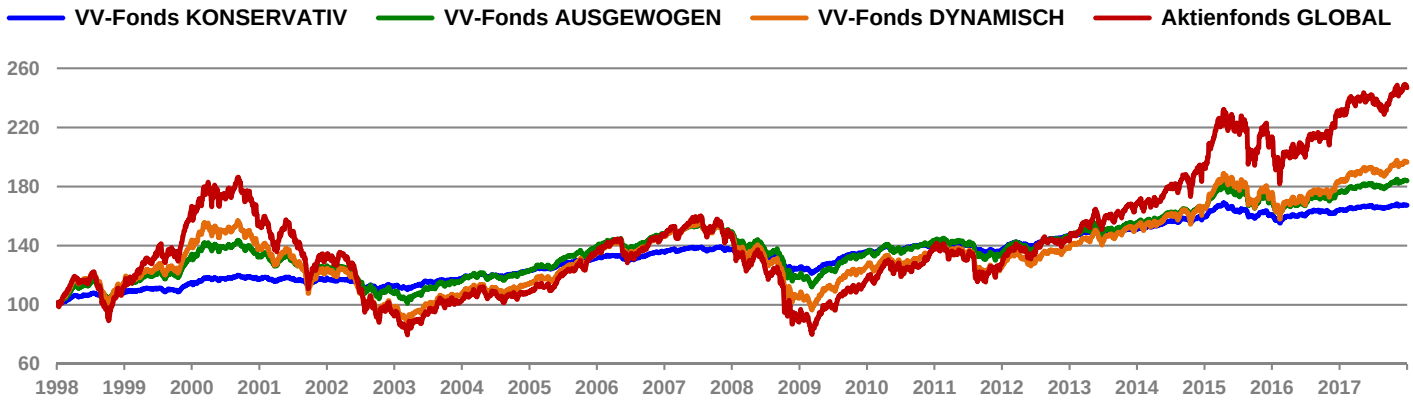
Derzeit gelten passive Investments wie ETFs bei privaten, wie institutionellen Anlegern als der Weisheit letzter Schluss. Doch obige Zahlen zum weltweiten Aktienindex sowie zu unserem aus bekannten Indizes zusammengestellten Portfolio machen eines ganz deutlich:

Mit passiven Index-Investments wachsen trotz günstiger Kosten weder die Bäume in den Himmel, noch können die Risiken zufriedenstellend beherrscht werden.

Erkenntnis Nr. 4
Die Vorteile passiver Index-Investments, wie u.a. ETFs sie darstellen, werden in der Breite überschätzt und führen unter Berücksichtigung der Risikokennzahlen nicht zu überzeugenden Ergebnissen.

Es wäre an dieser Stelle allerdings deutlich zu kurz gesprungen, unser Problem allein an der passiven Indexorientierung festzumachen. Denn – die Resultate aktiver Manager können in der Breite ebenso wenig überzeugen.

Der auf der folgenden Seite dargestellte Chart sowie die darunter stehende Tabelle spiegeln anhand der Indizes des Fondsanalysehauses *Morningstar* die Ergebnisse vermögensverwaltender Fonds (VV-Fonds) mit unterschiedlicher Risikotoleranz in den letzten 20 Jahren wieder.



	VV - Fonds KONSERVATIV	VV - Fonds AUSGEWOGEN	VV - Fonds DYNAMISCH	Aktienfonds GLOBAL
Rendite in % p.a.	**2,51%**	**2,89%**	**3,08%**	**4,10%**
Maximaler Verlust in %	**-12,15%**	**-27,65%**	**-41,96%**	**-56,73%**
Längste Verlustphase	**3,5 Jahre**	**6,3 Jahre**	**13,7 Jahre**	**14,0 Jahre**

Das Bild ist ernüchternd.

Auch professionellen Fondsmanagern ist es in der Breite nicht gelungen, einen erkennbaren Mehrwert aus Risikodiversifikation zu erzielen.

Erkenntnis Nr. 5
Selbst bei profunder Marktkenntnis führt traditionelle Risikodiversifikation mit Aktien, Anleihen, Währungen und Rohstoffen zu enttäuschenden Ergebnissen.

Auf die in der Überschrift formulierte Frage, ob Sie mit Ihrem Portfolio ausreichend diversifiziert sind, werden vermutlich auch Sie mit „Ja“ geantwortet haben – allein nutzen tut es Ihnen nichts. Derzeit täuschen allerdings die überdurchschnittlich erfolgreichen letzten Jahre an den Aktienmärkten etwas über diese Probleme hinweg.

Bei langfristiger, nüchterner Betrachtung lassen die zuvor dargestellten Erkenntnisse allerdings nur einen Schluss zu:

Traditionelle Risikostreuung wird bei der Kapitalanlage überschätzt.

Mit der Bedeutung der Risikostreuung verhält es sich also ähnlich wie mit dem Eisengehalt von Spinat. Dieser wurde uns von fürsorglichen Müttern über Jahrzehnte irrigerweise als wahre Eisenbombe angepriesen.

Dabei hatte lediglich ein recht theoretischer wissenschaftlicher Ansatz mit Trockenspinat den Eisengehalt um eine Nachkommastelle – und damit um das zehnfache – zu hoch ausfallen lassen.

So darf es am Ende nicht verwundern, dass auch die Finanzwissenschaft bei theoretischen Trockenübungen festgestellt hat, dass eine entsprechende Risikostreuung zu einem besseren Chance/Risiko-Verhältnis bei Kapitalanlagen führt.

Dem ist in der Theorie in der Tat nicht zu widersprechen. Schließlich gehen die oben genannten 6,01% Rendite bei Aktien mit zwischenzeitlichen Verlusten von 59,7% einher, während die 4,84% Rendite bei unserem ausgewogenen Portfolio lediglich 26,5% Schnappatmung mit sich bringen. Somit führt jeder Prozentpunkt Rendite bei Aktien zu einem Verlustrisiko von 9,9% (59,7% / 6,01% = 9,93%). Bei unserem breit gestreuten Portfolio wird jeder Prozentpunkt Rendite hingegen mit einem Verlust von lediglich 5,5% erkauft (26,5% / 4,84% = 5,48%).

So gut die nackten Zahlen in der Theorie klingen, so wenig überzeugend fühlen sie sich in der Praxis allerdings an.

Um mit den eigenen Kapitalanlagen wirklich erfolgreich zu sein, muss es also deutlich mehr sein, als althergebrachte Risikostreuung.

Die Gründe für den geringen Mehrwert traditioneller Risikostreuung lassen sich schnell umreißen.

1. **Fehlender Risikoausgleich durch unterschiedliche Dynamik der Anlagebausteine**
   Während Aktien und Rohstoffe in kurzen Zeitspannen regelmäßig hohe Kursschwankungen mit sich bringen, fallen diese bei Anleihen und Währungen in aller Regel deutlich geringer aus. Die Verluste bei Aktien und Rohstoffen können durch Anleihen und Währungen somit zumeist nicht ausgeglichen werden. Die Alternative, Aktien und Rohstoffe vor diesem Hintergrund geringer zu gewichten, stellt in Anbetracht der damit verbundenen Renditeeinbußen eine wenig befriedigende Lösung dar.
2. **Diversifikaton wird durch Gleichlauf der Anlagebausteine ausgehebelt.**
   Insbesondere die beiden schwankungsintensiveren Vermögensbausteine Rohstoffe und Aktien unterliegen vergleichbaren Einflussfaktoren. Beide profitieren tendenziell von einem positiven wirtschaftlichen Umfeld. Die Nachfrage nach Rohstoffen zieht an und deren Preise steigen, wenn Unternehmen mehr umsetzen und höhere Gewinne erzielen. Auch die Währungen starker und stabiler Volkswirtschaften entwickeln sich tendenziell besser. Entsprechend ist der Gleichlauf (Korrelation) der einzelnen Vermögensbausteine höher als dies für eine erfolgreiche Diversifikation zuträglich ist.

Es ist nahezu ausgeschlossen, dass sich mit traditioneller Risikostreuung zukünftig ein überzeugendes Chance/Risiko-Verhältnis erzielen lässt.

Denn – in Anbetracht zu hoher Staatsschulden ist auch weiterhin über einen langen Zeitraum mit im historischen Vergleich sehr niedrigen Zinsen zu rechnen.

Gleichzeitig ist gegenüber früheren Zyklen zukünftig mit geringerem Wirtschaftswachstum und damit mit niedrigeren Renditen bei Aktieninvestments zu rechnen.

Hauptauschlaggebend für diese Erkenntnis ist die Tatsache, dass einer der wichtigsten Faktoren für Wirtschaftswachstum auf viele Jahre hinaus ausfällt. Im vergangenen Vierteljahrhundert stieg das deutsche Bruttoinlandsprodukt um rund 1,5 Billionen Euro – und damit nahezu exakt um den gleichen Betrag wie unsere Staatsschulden.

Mit anderen Worten: Jeder Cent Wachstum, wurde mit einem Cent Schulden erkauft.

In Anbetracht der global bereits untragbar hohen Staatsschulden, fällt der in den letzten Jahrzehnten so lieb gewonnene Turbo für Wirtschaftswachstum – die Neuverschuldung – somit aus.

Während sich die Aussichten für auskömmliche Renditen also eingetrübt haben, bleiben die Risiken unverändert bestehen.

Rein statische und passive Anlagelösungen werden somit nur in positivem Marktumfeld erfreuliche Ergebnisse erzielen können. Das wäre allerdings eine recht kurzsichtige Wette auf dauerhaft schönes Wetter.

Was sind die wahren Erfolgsfaktoren bei der Kapitalanlage?

1. Stock-Picking / Markt-Picking

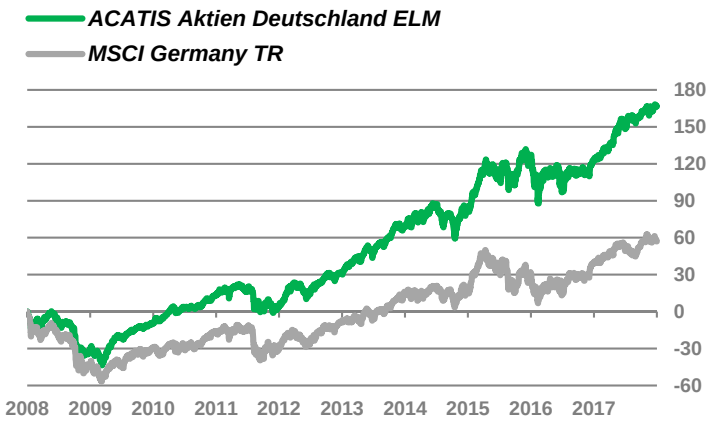
Während bei professionellen und privaten Anlegern derzeit passive Investments im Fokus stehen, ist die Fähigkeit, aktiv die richtigen Aktien oder Märkte auszuwählen, einer der wichtigsten Erfolgsfaktoren bei der Kapitalanlage. Das Problem daran: Es gibt lediglich wenige, die dies gut können.

Und weil dies so ist, versteckt sich die Finanzindustrie hinter der Geschichte mit der Diversifikation.

Das alles bedeutet übrigens nicht, dass passive Investments wie ETFs nicht sinnvoll sein können. Die Historie hat lediglich gezeigt, dass eine Kapitalanlage zu einem unbefriedigenden Chance/Risiko-Verhältnis führt, sofern die Portfoliozusammensetzung statisch erfolgt. Wer aussichtsreiche Märkte aktiv über index-orientierte ETFs *picked*, kann durchaus überzeugende Ergebnisse erreichen. Ausschlaggebend ist hier jedoch die Fähigkeit, aktiv die richtigen Märkte zu *picken*.

Die Tatsache, dass es Fondsmanager gibt, die exzellente *Stock- bzw. Markt-Picker* sind, ist Grund genug, sich auf die Suche nach diesen zu begeben.

Beispiel für einen exzellenten Stock-Picker



2. Timing – der rechtzeitige Ein- und Ausstieg

Während es auf den ersten Blick für Laien äußerst nachvollziehbar klingt, dass der rechtzeitige Ein- und Ausstieg bei Aktien & Co. entscheidend ist, sind viele professionelle Marktteilnehmer davon überzeugt, dass nachhaltig erfolgreiches Timing nicht möglich ist.

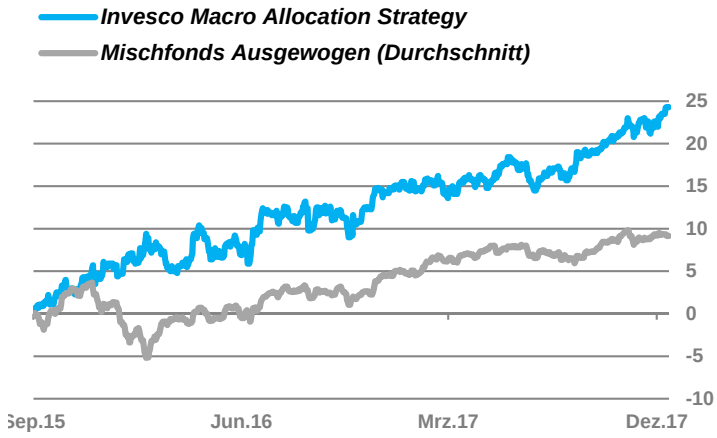
Und in der Tat: Die von Fondsmanagern in der Breite erzielten Ergebnisse lassen auf den ersten Blick Zweifel aufkommen, ob mit aktivem Timing ein Mehrwert zu erreichen ist (siehe Seite 3 oben).

Betrachtet man die Ergebnisse von Fondsmanagern in den letzten 20 Jahren muss man zweifelsfrei attestieren, dass es dem Durchschnitt der Fondsmanager nicht gelungen ist, die Richtung der Märkte überzeugend vorherzusehen. Zu hoch waren die zwischenzeitlichen Verluste und zu lang die Dauer der Verlustphasen.

Doch nur, weil es dem Durchschnitt der Fondsmanager nicht gelingt, die Märkte richtig zu *timen*, bedeutet das nicht, dass es sie nicht gibt, die guten Fondsmanager.

Wie überall im Leben ist das Gute einfach nur rar gesät. Man muss sich lediglich auf den Weg machen, sie zu suchen, statt sich von pauschalen Verallgemeinerungen in die Irre führen zu lassen.

Beispiel für einen exzellenten Markt-Timer



Wer diese beiden, für die Kapitalanlage wichtigsten Fähigkeiten besitzt, kann eine weitere Disziplin zu seinen Gunsten nutzen, die eine weitere Verbesserung des Chance/Risiko-Verhältnisses ermöglicht.

3. LONG und SHORT – Die Unabhängigkeit von der Marktrichtung

Als Anleger ist man in aller Regel darauf aus, diejenigen Investments zu finden, die die größten Kurschancen erwarten lassen.

Das bringt allerdings ein Problem mit sich: Man ist auf steigende Kurse und damit auf ein positives Marktumfeld angewiesen.

Ist es da nicht sinnvoller, in positiven Marktphasen auf steigende Kurse und in negativen Marktphasen auf fallende Kurse zu setzen? Oder die guten Aktien zu kaufen, um von steigenden Kursen zu profitieren und gleichzeitig bei den schlechten auf fallende Kurse zu setzen?

Der Kapitalmarkt bietet uns als Anlegern diese Möglichkeiten bereits seit langem. Im Ergebnis lässt sich so ein Portfolio zusammenstellen, welches in sämtlichen Marktphasen positive Erträge erwirtschaften kann.

Fondsmanager, die derartige Strategien erfolgreich umsetzen, sind zwar ebenfalls selten, heute aber deutlich häufiger anzutreffen, als noch vor einigen Jahren.

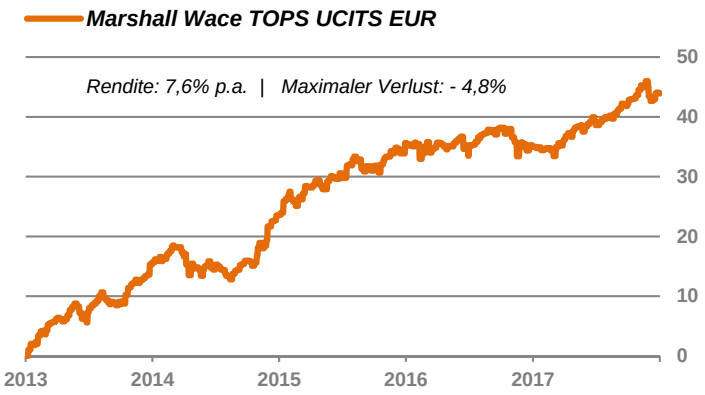
Der Grund ist klar:

Mit traditionellen Anlagekonzepten konnte in den letzten zwei Jahrzehnten schlicht kein überzeugendes Chance/Risiko-Verhältnis erzielt werden. Vor diesem Hintergrund sucht eine zunehmende Anzahl an Fondsmanagern nach tragfähigeren Lösungen.

Natürlich muss man auch hier die überdurchschnittlich guten Manager suchen. Doch auch hier gilt:

Besser suchen und finden, als weiterhin überholten Börsenregeln zu folgen.

Beispiel für einen exzellenten Long/Short-Manager



F A Z I T:

(1) Die wenig überzeugenden Ergebnisse, die in den letzten Jahrzehnten mit traditioneller Risikostreuung erzielt worden sind, verdeutlichen, dass Diversifikation im Allgemeinen überschätzt wird. Zeitgemäßere Ansätze sind daher zwingend erforderlich.

Die wichtigsten, nachhaltigen und langfristigen Erfolgsfaktoren bei der Kapitalanlage sind:

- Stock- bzw. Markt-Picking
- Timing
- Marktunabhängigkeit durch Long/Short-Strategien

(2) Bei der Bewertung des Anlageerfolgs ist ein Umdenken erforderlich. Im Fokus sollte stets stehen, in welchem Verhältnis die erzielten Erträge zu den eingegangenen Risiken stehen. Dabei sollten Risiken heute weniger theoretisch und finanzmathematisch berechnet werden, als vielmehr praxisnah.

Die abstrakte Kennzahl *Volatilität*, die lediglich die Schwankungsbreite der Kursbewegungen misst, hat als Risikomaß keine nachhaltige Aussagekraft.

Um es bildlich zu formulieren: Es bringt herzlich wenig, zu wissen, dass die Temperatur am Urlaubsort eine Schwankung von 10 Grad aufweist, wenn die Umfeldbedingungen bei –30 bis –40 Grad liegen.

Die deutlich nachvollziehbareren Größen *Maximaler Verlust* und *Längste Verlustphase* sollten vor diesem Hintergrund in den Vordergrund rücken.

Summa summarum…

…benötigt ein nachhaltig erfolgreiches Portfolio eine pro-aktive DNA, die auf aktivem *Stock-* und *Markt-Picking* sowie auf *Timing* fußt – gegebenenfalls ergänzt um eine marktunabhängige *Long/Short*-Strategie.

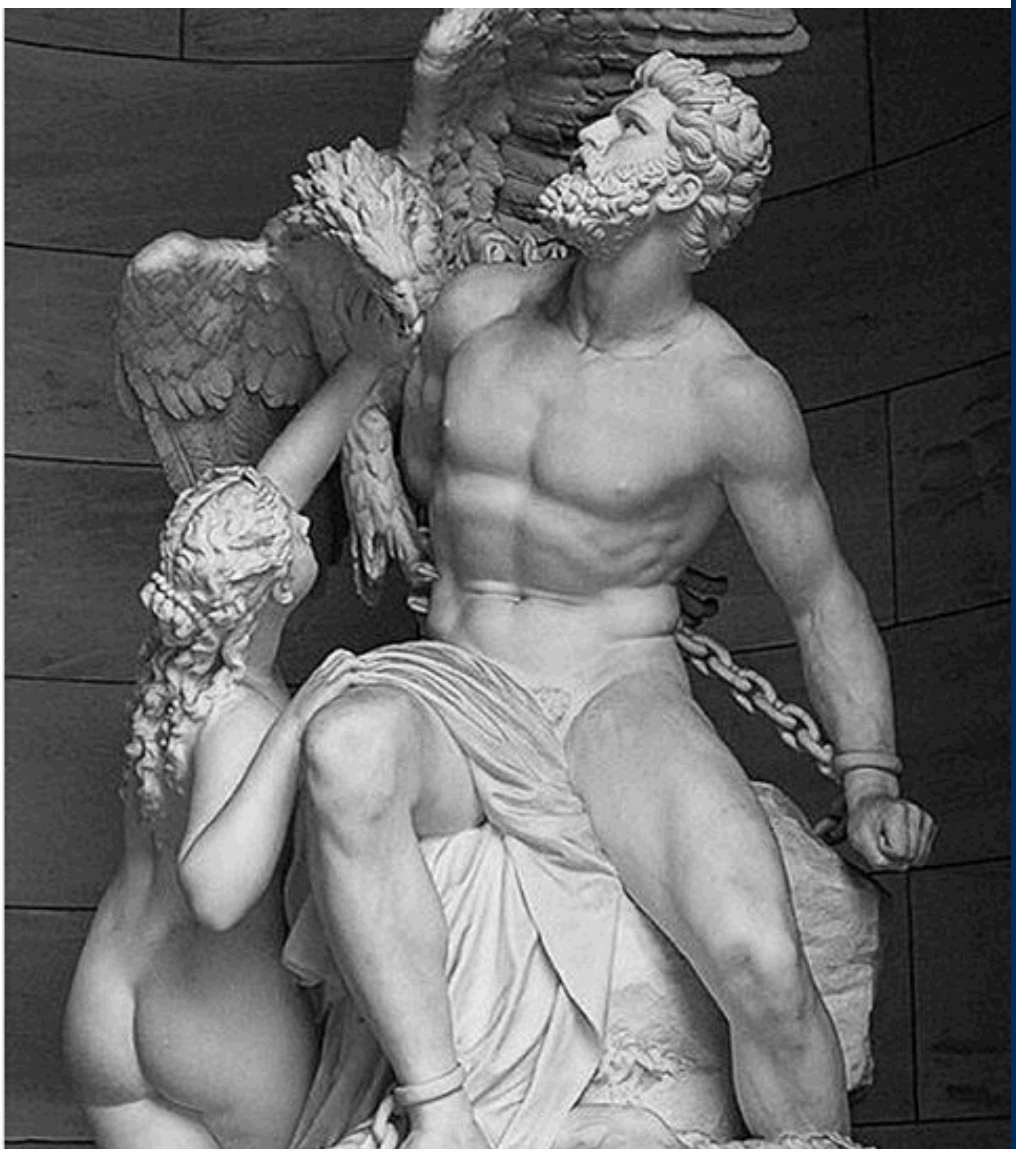
Die einzelnen Instrumente, die hierbei zum Einsatz kommen, dürfen dabei durchaus passiv sein. Es spricht somit nichts dagegen, einen aussichtsreichen Markt über ein passives ETF abzubilden.

Die Tatsache, dass lediglich wenige Fondsmanager über eine überzeugende pro-aktive DNA verfügen, sollte uns nicht davon abhalten, diese zu suchen.

So überholt manche Regeln an den Kapitalmärkten heute auch sind, diese hat unverändert Gültigkeit:

Wer suchet, der findet.

Προμηθεύς



Prometheus

altgriechisch: Προμηθεύς,
deutsch: der Vorausdenkende,

in der griechischen Mythologie Sohn des Titanen Iapetos und der Klymene und Bruder des Atlas. Er ist ein Freund der Menschen, ihr Lehrmeister, Kulturstifter – und er brachte ihnen das Feuer. Letzteres erzürnte Zeus allerdings so sehr, dass er Prometheus in der garstigen Ödnis des Kaukasus an einen Felsen schmieden ließ. Und schlimmer noch: Täglich hackte ein Adler seinen Körper auf und fraß von seiner Leber.

Am Ende aber war es sein Einsatz zum Wohle der Menschen wert. Denn schon nach ein paar Jahrhunderten hatte die Qual ein Ende, als sich Herakles seiner erbarmte und ihn befreite.

Vorausdenkende sind wir auch, wenn es um Ihr Vermögen geht. Aber, beim Zeus, um ehrlich zu sein – ganz so viele Opfer bringen wir nicht.

PROMETHEUS

Prometheus Vermögensmanagement GmbH

Elisabeth-Selbert-Str. 19 | D – 40764 Langenfeld
Telefon: 02173 / 39875 - 0 | Fax: 02173 / 39875-50
info@prometheus.de

www.prometheus.de