

„Die Beerdigung der modernen Portfoliotheorie“

Die Märkte sind in Aufruhr. Zweistellige Kursgewinne und Kursverluste beim Dax in einer Woche sind zur Normalität geworden. Anlageprofis sind im Zwiespalt: Einerseits sehen sie bei Aktien Kaufkurse, andererseits dürfte der rasante Deleveraging-Prozess die Preisfeststellung in allen Asset-Klassen weiter immens verzerren. Fest steht jedoch eines: Die Diversifikation à la Markowitz bringt heute mehr Gefahr als Sicherheit.

Andreas Utermann bringt das Dilemma der Anlageprofis auf den Punkt: „Wir sehen Einstiegskurse wie seit einem Jahrzehnt nicht mehr“, so die Einschätzung des globalen Aktien-Chefs von Allianz Global Investors (AGI) Ende Oktober. Einerseits. Wer anhand dieser Einschätzung nun den Schluss zieht, dass sich die AGI-Fondsmanager jetzt die Portfolios mit Aktien vollladen, irrt: Aktien, so Utermann im selben Atemzug weiter, blieben in den AGI-Portfolios „taktisch“ untergewichtet.

Nicht wesentlich anders lautet die Einschätzung bei den anderen großen deutschen Fondsgesellschaften in diesen Tagen: Zugekauft wird in diesen Tagen nur „selektiv“, übergewichtet wird allenfalls „taktisch“. Man bleibt also auf dem Sprung.

Die Ratlosigkeit der Vermögensverwalter ist nichts anderes als ein Spiegelbild der außer Rand und Band geratenen Märkte: Auf eine Woche mit zweistelligen Verlusten in den großen Indizes folgt eine rasante Aufwärtsbewegung. Der Katastrophenmonat Oktober bescherte Anlegern im Dax in seiner letzten Handelswoche ein Plus von über 16 Prozent. Ein breites Einstiegssignal ist das aber nicht. „Wir haben in unseren Fonds die Aktienquote etwas hochgefahren, allerdings nicht besonders stark“, sagt Jan Ehrhardt von der DJE Kapital AG. Der DJE Senior-Chef, Jens Ehrhardt, würde heute in seinem eigenen Portfolio zu 80 Prozent auf Euro-Staatsanleihen setzen, wie er jüngst in einem Interview mit der FAZ verriet.

■ Keine solide Asset-Klasse, nirgends

Es sind bei Weitem nicht nur die Kurskapiolen an den Aktienmärkten, die Asset Manager vorsichtig stimmen. Die Unberechenbarkeit erstreckt sich praktisch auf alle Anlageklassen. Beispiel Gold: Auch die Krisenwährung par excellence bietet derzeit keinen sicheren Hafen. Während bis Anfang Oktober sich der Goldpreis „konform“ zu den allgemeinen Erwartungen verhielt und auf über 900 US-Dollar pro Unze anstieg, sackte er parallel zu den Kursstürzen an den Aktienmärkten im weiteren Monatsverlauf auf etwas über 700 US-Dollar ab.

Der Grund für die erratische Situation an den Märkten ist die Finanzmarktkrise und der ihr zugrunde liegende vollkommen unkontrollierte Einsatz von Derivaten, der eine Art Kaskadeneffekt ausgelöst hat. Kombiniert mit dem massiven Einsatz von Fremdkapital, der durch die jahrelang niedrigen Zinsen begünstigt wurde, ist nun ein schier undurchschaubares Dickicht an derivativen Verstrickungen zwischen den Finanzakteuren entstanden. Dieses Dickicht wird nun in Krisenzeit abrupt zerschlagen – auf globaler Ebene und mit unabsehbaren Konsequenzen für die Kapitalmärkte. Angesichts der beispiellosen Hebelkraft könnten die Folgen allerdings dramatisch sein. „Warren Buffet hat Derivate vollkommen zu Recht als die Massenvernichtungswaffen der Finanzindustrie bezeichnet“, sagt Bert Flossbach, Chef der Kölner Vermögensverwaltung Flossbach & von Storch.

■ Krisenhaftes Abwickeln der globalen Verflechtungen

Die Folgen des Zündens der Massenvernichtungswaffen sind heute zu beobachten. „Es gibt einen synchronen Druck auf alle Asset-Klassen. Die Märkte sind nicht mehr von fundamentalen Faktoren bestimmt, sondern in erster Linie vom Abbau der vielen gehebelten Positionen. Da-



Flossbach: Banken müssen sich viel solider aufstellen

durch ist ein immenser Liquidationsdruck entstanden – Investoren mussten aus ihren Anlagen raus, es wurde sozusagen auf der ganzen Front verkauft“, sagt Heinz-Werner Rapp, Vorstand der Bad Homburger Feri Finance AG. Dies erkläre, warum sich selbst die normalerweise unterschiedlich miteinander korrelierten Asset-Klassen Aktien, Gold und Anleihen teilweise gleich-

gerichtet verhalten könnten, erläutert Rapp.

Ein weiteres Kennzeichen der heutigen Krise ist die Illiquidität vieler Assets. Dabei wird der Liquiditätshunger der Investoren bezeichnenderweise von der gleichzeitigen Trockenlegung vieler Marktsegmente begleitet. Wegen der allgemeinen Risikoaversion der Banken findet in vielen Anlageinstrumenten kein Handel mehr statt. Betroffen sind dabei keinesfalls nur intransparente und illiquide ABS und die Papiere von Emittenten mit niedriger Bonität, sondern auch kurzfristige Verbindlichkeiten bislang erstklassiger Schuldner.

„Selbst grundsolide Unternehmen haben Schwierigkeiten, sich zu refinanzieren. Die Konditionen der jüngsten Caterpillar-Anleihe erinnern eher an die Risikoauflagen bei Junk Bonds“, sagt Flossbach und ergänzt: „Die Asset-Preise sind auf breiter Front vollkommen verzerrt.“ Illustriert wird die neue Illiquidität durch die regelrechte Explosion der Renditeaufschläge bei Wandelanleihen von guter Bonität in den vergangenen Monaten (siehe nebenstehende Grafik).

Diese krisenhafte Entwicklung hat für Portfolio-Konstrukteure gravierende Folgen.

Denn die bisher in Stein gemeißelten Grundsätze der Diversifikation, wonach die Verteilung der Gelder von Investoren auf verschiedene, wenig miteinander korrelierte Anlageklassen Vorteile bringt, sind außer Kraft gesetzt. „Was wir heute sehen, ist nichts anderes als die Beerdigung der modernen Portfoliotheorie“, schlussfolgert Flossbach.

Mit dieser Meinung steht der Vermögensverwalter nicht allein da. „In normalen, funktionsfähigen Märkten gilt das Gesetz der Diversifikation durchaus, weil dann die be-

kannten Sensitivitäten greifen und sich in den Kursen bestimmte ökonomische Faktoren widerspiegeln, nach dem Motto: Aktien rauf und Renten runter. Aber genau dann, wenn Investoren die Diversifikation wirklich brauchen, also genau dann, wenn das Risiko hoch ist, dann hat Diversifikation in der Welt von heute nur noch einen geringen Wert“, sagt Heinz-Werner Rapp von Feri Finance.

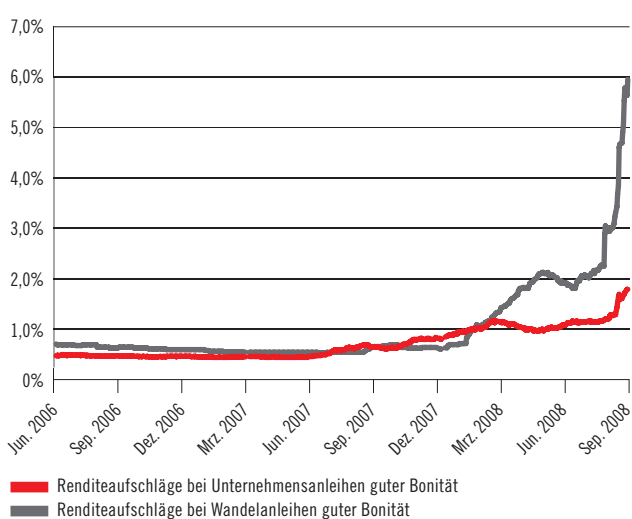
Eine weitere Folge der alles andere als linear verlaufenden Krise: Die Volatilität ist nicht länger das Maß aller

Dinge bei der Risikomessung. Das wiederum bedeutet nichts anderes, als dass die herkömmlichen Risikomesssysteme kapitulieren. Ganz besonders betroffen sein dürften Konzepte, die auf dem Value-at-Risk basieren und denen historische Datenreihen zugrunde liegen. Denn die Systeme, die das Risiko vermeiden helfen sollen, strecken die Waffen in dem Moment, in dem sie am dringendsten gebraucht werden, nämlich in Krisenzeiten. „Das hat in den vergangenen vier bis acht Wochen sicher nicht gut funktioniert“, lautet die Einschätzung Rapps.

■ Deleveraging wird auch 2009 das Bild bestimmen

Doch es geht heute nicht nur darum, dass das Risikomanagement institutioneller Anleger versagt hat. Schlimmer noch: Prozyklische Risikosysteme wie der Value-at-Risk wirken in Krisenzeiten trendverstärkend. Grob vereinfacht gesagt: Wenn die Märkte rapide fallen, signalisieren sie Investoren, ihre Risikopositionen zu reduzieren. Was wiederum den Absatzdruck auf die Märkte verstärkt. Im Mittelpunkt steht derzeit die Abwicklung von Risikopositionen und die da-

Die Sprache der Krise: Explosion der Spreads



Quelle: Flossbach & von Storch



Bild: stockphoto

mit verbundene Verkürzung der Bilanzen der Banken auf globalem Maßstab. „In den vergangenen Jahren sind die großen Banken zu Hedgefonds mutiert. Sie haben jetzt eine Rekapitalisierung dringend nötig“, fordert Vermögensverwalter Flossbach.

Der Verlauf dieser Rekapitalisierung des Bankensystems dürfte also für die Rückkehr des Vertrauens der Banken untereinander und somit für die Wiederkehr der Normalität an den Kapitalmärkten entscheidend sein. Und hier sind die Signale widersprüchlich.

Während die Commerzbank mit der angekündigten Inanspruchnahme des staatlichen Hilfspakets für viel Erleichterung sorgte, sieht sich die Deutsche Bank stark ge-

nug, ihr Haus selber in Ordnung zu bringen. Vorerst jedenfalls. Die Zitterpartie um die Lebensfähigkeit des Bankensystems geht also weiter – und mit ihr der unkontrollierte Deleveraging bei den Banken. Rapp von Feri Finance erwartet, dass sich dieser Prozess noch bis weit ins Jahr 2009 hinziehen wird, auch wenn die „heiße Phase“ zunächst beendet sein dürfte.

■ Zur Finanzkrise gesellt sich die Rezession

Allerdings: Heute geht es nicht mehr nur um die Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Bankensystems. Vielmehr zeichnet sich längst ab, dass die Weltwirtschaft im kommenden Jahr in die Rezession abgleiten wird. „Die

Privathaushalte werden wenig Neigung verspüren, bei steigenden Arbeitslosenzahlen und fallenden Häuserpreisen erneut Schulden zu machen“, schildert Keith Wade, Chefvolkswirt bei der Fondsgesellschaft Schroders. Das Dilemma der Verbraucher in den USA. Zur Pest der Finanzkrise wird sich 2009 also die Cholera einer realwirtschaftlichen Rezession gesellen – mit bisher absehbar un schönen Folgen für die Aktienmärkte.

Problematisch für Anleger ist dabei, dass die alte Gleichung, wonach langlaufende Anleihen von der Lockerung der Zinsschraube durch die Notenbanken profitieren werden, nicht unbedingt gilt. „Langlaufende Staatsanleihen könnten zwar weiter gut performen. Bei einer erwarteten Versteilung der Kurve europäischer Staatsanleihen werden jedoch die meisten Anleger entweder kurz bleiben oder mittlere Laufzeiten bevorzugen. Damit sind die Risiken in ultralangenen Anleihen schon fast höher als die Chancen“, warnt der Anleihspezialist Johannes Rudolph von HSBC Trinkaus. Zudem könne Druck auf diese Renditen kommen, wenn die Staaten durch die Rettungspakete den Kapitalmarkt überlasten, sagt Rudolph weiter.

■ Die Rezepte der besten Mischfondsmanager

Angesichts dieser explosiven Mischung an den Kapitalmärkten stellt sich die Frage nach der optimalen Asset Allocation für Berater und Vermögensverwalter. Experten raten von einer breiten Diversifikation ab und ziehen stockkonservative Sicherheitsstrategien vor. „Im Moment gibt es aus meiner Sicht nur zwei richtige Antworten in dieser Krise: Entweder man setzt auf Cash oder aber auf Aktien in Form von Exchange Traded Funds. Aber dann muss der Anlagehorizont entsprechend lang sein“, sagt Morningstar-Deutschland-Chefanalyst Werner Hedrich.

Ähnlich lautet der Tenor bei Heinz-Werner Rapp von Feri. Er empfiehlt heute qua-

litativ hochwertige Anleihen und Cash als beste Kurzfristlösung. Kritisch sieht er starre Multi-Asset-Konzepte, egal wie breit aufgestellt diese sein mögen. „In extrem turbulenten Märkten ist Liquidität, im Sinne von Reaktionsfähigkeit, fast schon wichtiger als die konkrete Asset-Klasse.

Trendfolger haben diskretionär arbeitenden Asset Managern zuletzt ein Schnippchen geschlagen

Das bedeutet im Umkehrschluss: Investments, die wenig liquide sind, einen Hebel beinhalten oder sonstige Abhängigkeiten haben, die nicht eindeutig sind, sollten man nur sehr begrenzt im Portfolio haben“, warnt Rapp.

■ Trendfolger sind vorn

Angesichts der erforderlichen Flexibilität in volatilen Marktphasen lohnt sich ein Blick auf die Strategien der erfolgreichsten Lenker flexibler Mischfonds. Die Tabelle der besten flexibel in Aktien und Anleihen investierenden Produkte in den vergangenen drei Jahren ist aufschlussreich – und ernüchternd für die Anhänger rein diskretionär arbeitender Portfoliomanager.

Wie aus der Aufstellung unten auf dieser Seite hervorgeht, waren trendfolgende Anlagemodelle zuletzt besonders erfolgreich. Neben dem erstplatzierten „Multi Invest Spezial OP“ verfolgen die beiden HWB-Fonds „Victoria Strategies“ und „Portfolio Plus Fonds“, der „Trend-Universal-Fonds-Global“ sowie der „Smart Invest Helios AR“ Trendfolgestrategien.

Das Besondere an solchen quantitativen Systemen: In ihrer Reinform arbeiten sie prognosefrei und folgen nur den Märkten, denen ihre Algorithmen zugrunde liegen. Breit diversifizierte Trendfolger arbeiten mit Signalen aus verschiedenen Märkten. In der Regel werden die Kurs-

verläufe an den Märkten in verschiedene Zeitintervalle aufgeteilt, unterschiedlich gewichtet und dann zu einem Gesamtbild zusammengefügt, das wiederum über die Investitionsquote beziehungsweise über den Absicherungsgrad entscheidet. Dabei funktionieren diese Modelle dann

ren der New-Economy-Baisse 2001 und 2002 größtenteils investiert, vor allem in Gold und in Nebenwerten.“

Die seit etwa vier Monaten andauernde Parkphase in Geldmarktfonds sei auch insofern unüblich für den Fonds, als Cash zwar ein wichtiger Teil der Absicherungsstrategie sei, aber nicht als Anlageklasse zu verstehen. Eick: „Langfristig ist ein Geldmarktfonds keine Kapitalanlage, sondern ein Geldvernichter.“ Allerdings steht für Eick die Sicherheit des Kapitals an erster Stelle. Das wird deutlich am relativ geringen maximalen Verlust in einer beliebigen Sechsmonatsperiode, der bei niedrigen 7,95 Prozent liegt.

■ Mit zweistelligem Plus durch den Oktober

Offensiver aufgestellt sind dagegen die beiden Fonds, die der Trierer Vermögensverwalter Hans W. Brand verantwortet. Sein Handwerk lernte der Trendfolge-Experte Mitte der 1980er Jahre als Aktien-Broker bei Merrill Lynch. Als Vermögensverwalter machte sich Brand 1997 selbstständig.

Der HWB Victoria Strategies ist vor allem in Branchen und Schwellenländern investiert. Er findet sich auf Platz vier der Rangliste. Der HWB Portfolio Plus legt in den Kernmärkten Europa und Nordamerika an und ist daher eher ein Basisinvestment. Der Portfolio Plus kommt auf Platz fünf. Unter den besten zehn flexiblen Mischfonds ist die Volatilität der beiden Fonds am höchsten, und auch der maximale Verlust lässt grundsätzlich auf hohe Aktienquoten schließen.

Anders als Eick von Multi Invest hat Hans Brand Ende Oktober die Aktienabsicherungen in beiden Fonds aufgelöst. Allerdings liegt bei beiden Fonds die Aktienquote derzeit bei rund 25 Prozent. Als Aktiensurrogat zählt Brand allerdings auch die recht hohe Wandelanleihenquote von 20 Prozent im Portfolio Plus und 24 Prozent beim Victoria Strategies. Das restliche Fondsvolumen ist in bar geparkt. Besonders bemerkenswert: In den für Aktieninvestoren katastrophalen ersten drei Wochen des Oktobers legten beide HWB-Fonds zweistellig zu.

Die Erholung bis in die erste Novemberwoche sieht Brand vorerst nicht als Auftakt für eine nachhaltige Erholung. „Wir sehen seit dem 27. Oktober Kaufsignale, allerdings sind die nur kurzfristiger Natur; mittel- bis langfristig sind die Trends intakt – und zwar noch klar negativ“, sagt Brand.

● Ali Masarwah



Mit Absicherungsstrategien zum Erfolg: Hans W. Brand

sind. „Prognosebasierte Modelle erinnern mich an die im Mittelalter übliche Hellschei“, kritisiert er. Mit knapp acht Prozent Performance pro Jahr in den vergangenen drei Jahren findet sich der Multi Invest Spezial OP an der Spitze der Fonds, die flexibel eine Aktienquote von null bis 100 Prozent fahren können (siehe Tabelle). Aktuell ist das gesamte Fondsvermögen in Geldmarktfonds investiert. „Unser Modell hat uns in den vergangenen Monaten für keinen einzigen Markt Einstiegssignale gegeben, was sehr unüblich ist“, sagt Eick. Damit unterscheide sich die heutige Lage fundamental von anderen Krisen. „Wir waren auch in den Jah-

Die besten global investierenden flexiblen Mischfonds im Überblick									
Fonds	ISIN	Volumen (Mio. EUR)	Rating	Performance Oktober*	Performance lfd. Jahr*	Performance 3 Jahre (p.a.)	Volatilität	Max. Verl. 6M	Mngmt.-Geb.
1 Multi Invest Spezial OP	LU0225963817	187,49		0,05 %	-1,12 %	7,95 %	8,00 %	-7,95 %	1,50 %
2 Walser Portfolio German Select**	LU0181454132	79,13		-0,09 %	-8,19 %	6,85 %	8,64 %	-11,08 %	1,50 %
3 Gamma Concept	LU0124662932	10,23	(A)	-1,57 %	-10,56 %	6,43 %	10,92 %	-8,99 %	1,50 %
4 HWB Umbrella Fund - HWB Victoria Strategies	LU0141062942	46,03	(B)	17,67 %	4,21 %	6,41 %	17,07 %	-16,07 %	2,15 %
5 HWB Umbrella Fund - HWB Portfolio Plus Fonds	LU0173899633	61,12		11,50 %	-0,72 %	5,92 %	13,98 %	-14,83 %	1,55 %
6 Trend-Universal-Fonds-Global	DE0009767392	21,18	(B)	-1,23 %	-14,37 %	5,67 %	11,21 %	-11,12 %	1,65 %
7 RAM Dynamisch	LU0093746393	17,95	(A)	-1,29 %	-5,08 %	4,74 %	8,22 %	-6,64 %	1,85 %
8 Smart-Invest - Helios AR	LU0146463616	94,38	(A)	0,00 %	-0,77 %	4,69 %	9,97 %	-10,45 %	1,50 %
9 LuxTopic - Flex	LU0191701282	13,47		-11,87 %	-28,76 %	4,53 %	11,41 %	-14,62 %	2,00 %
10 M & W Invest: M & W Capital	LU0126525004	20,96	(C)	0,47 %	2,00 %	4,18 %	7,57 %	-5,76 %	1,50 %
Durchschnitt der weltweit anlegenden flexiblen Mischfonds				-5,45 %	-14,55 %	-1,84 %	7,89 %	-10,97 %	
Aktien-Renten-Benchmark				-3,70 %	-8,81 %	-2,08 %	7,10 %	-9,90 %	

*) per 20. Oktober **) Anlageschwerpunkt Europa

Quelle: Lipper, Stand, soweit nicht anders gekennzeichnet: 30. September 2008