

«Nötige Ergänzungen für die Portfoliotheorie»

Gültigkeit trotz dem kollektiven Absturz der Anlageklassen

Der kollektive Crash der Anlageklassen im Jahr 2008 sorgt für anhaltende Debatten über die Gültigkeit und Anwendbarkeit der modernen Portfoliotheorie. Wissenschaftler fordern Ergänzungen.

feb. Der Crash an den Finanzmärkten im vergangenen Jahr lässt Börsianer und Vermögensverwalter an der modernen Portfoliotheorie zweifeln. In der Tat sind die verschiedenen Anlageklassen 2008 praktisch kollektiv abgestürzt – Aktien, Unternehmensanleihen, Immobilien, Rohwaren, Hedge-Funds verzeichneten gleichzeitig hohe Verluste, anstatt sich gegenläufig zu entwickeln und so Verluste abzufedern. Auch bei ausgeklügelten Portfolios griff das Prinzip der Diversifikation in der Praxis nicht. Folglich verloren auch Anleger, die ihre Anlagen gemäss der massgeblich von Harry Markowitz entwickelten Portfoliotheorie auf verschiedene Asset-Klassen gestreut hatten, viel Geld. Angesichts der immer lauter Kritik an den Annahmen der Portfoliotheorie verteidigten jüngst zwei Ökonomeprofessoren an Anlässen in Zürich und Frankfurt am Main die Grundlagen der Finanztheorie.

Keine grundlegende Verletzung

Die Portfoliotheorie rät, bei der Geldanlage das Vermögen auf verschiedene Asset-Klassen zu streuen und so die Risiken zu verringern. Sie ist die wichtigste Grundlage für die Strukturierung von Anlageportfolios, und die meisten Anlagefonds orientieren sich an ihr. Sie aber für die Verluste der Anlagefonds in der Krise verantwortlich zu machen, geht Martin Janssen, Professor am Institut für schweizerisches Bankwesen und Leiter des Beratungsunternehmens Ecofin, zu weit. Janssen wies zu Beginn seines Vortrages bei «Oec Alumni UZH», dem Netzwerk der Wirtschaftsabsolventen der Universität Zürich, darauf hin, dass viele Portfolios seit Mitte 2007 zwischen 30% und 50% ihres Werts oder gar mehr verloren haben. Vermutlich die meisten aktiv verwalteten Anlagefonds hätten deutlich mehr Wert verloren als ihre Vergleichsindizes (Benchmarks). Folglich sei davon auszugehen, dass die Vermögensverwaltungsbranche den Stresstest der Finanzkrise nicht bestanden habe.

Aus seiner Sicht sind die Annahmen der Portfoliotheorie durch die Verluste von Anlagefonds in der Finanzkrise aber nicht grundlegend verletzt worden. Kritisch merkte er allerdings einige Punkte an, bei denen die Theorie im Stresstest der Finanzkrise nicht wie im Lehrbuch funktioniert habe. So wurde die Annahme widerlegt, dass glaubwürdige Staaten mit guten Steuerzahlern praktisch für alle Laufzeiten Anleihen mit «risikolosen» Zinsen offerieren könnten. Schliesslich wurden die Anleihen einiger Staaten in der Krise quasi «über Nacht» risikobehaftet, wodurch viele Anleger überrascht wurden. Zudem korrelierten in der Krise plötzlich Anlageklassen, die sich eigentlich gegenläufig entwickeln sollten.

Allerdings spricht laut Janssen auch einiges dafür, dass die Vermögensverwalter die Portfoliotheorie falsch umgesetzt hatten, so dass sie in der Krise gar nicht funktionieren konnte. Viele von Banken und Investmentgesellschaften angepriesene «Musterstrategien» seien nicht effizient im Sinne der Markowitzschen Portfoliotheorie, sie seien folglich falsch strukturiert. Auch die Bera-

tungs- und Umsetzungskosten für Portfolios seien oft viel zu hoch, um einen Anlageerfolg zu ermöglichen. Die Kosten für private Anleger von durchschnittlich mehr als 1,5% pro Jahr seien höher als der risikolose Zins, so dass das eigentliche Modell gar nicht eingesetzt werden könne. Dass viele Portfolios schlicht zu teuer seien, zeige sich daran, dass günstige, passiv verwaltete Anlagefonds in der Krise vergleichsweise gut über die Runden kamen. Anlageprodukte mit einem aufwendigen aktiven Management und hohen Margen hätten deutlich mehr gelitten als solche mit tiefen wie beispielsweise Exchange-Traded Funds (ETF).

Ausbau gefordert

Laut Janssen genügt die einfache Portfoliotheorie allerdings in der Praxis nicht, sie müsse durch ein Asset-Liability-Management ergänzt werden. Dabei werden Anlagen und Verbindlichkeiten in ein Verhältnis zueinander gestellt. Die Analyse der Anlageresultate alleine sei ungenügend. Diese müssten mit den Verbindlichkeiten verglichen werden, schliesslich könnten Letztere nach einem Crash ebenfalls weniger wert sein.

Klaus Spremann, Professor an der Universität St. Gallen, setzte sich an einer Veranstaltung der Bank Varengold in Frankfurt am Main ebenfalls für den Ausbau der Portfoliotheorie ein. Die Markowitzsche Theorie habe nach wie vor Berechtigung. Sie sei nicht falsch, doch aus Sicht der heutigen Forschung etwas einfach. Folglich müsse sie ergänzt und ausgebaut werden. Eine Ergänzung bestehe in der Berücksichtigung der Realwirtschaft, eine andere werde durch die sich verändernde Volatilität verlangt. Weitere Ergänzungen seien durch die Verhaltensökonomik («Behavioral Finance») hinzugekommen. Beispielsweise seien Trends und Schwungradeffekte (Momentum) beobachtet worden. Investoren neigten zu konformem und prozyklischem Verhalten, um durch die frühzeitige Vorwegnahme künftiger Marktströmungen hohe Renditen zu erzielen. Die Entstehung von Trends sei in der modernen Portfoliotheorie von Markowitz nicht reflektiert. Gemäss Spremann können «Managed Futures» und andere Hedge-Fund-Strategien oder alternative Anlagestile daher zu einer Verstärkung der Performance eines Portfolios beitragen. Allerdings müsse in einem Crash immer damit gerechnet werden, dass sich auch die Korrelationen veränderten und durch die plötzliche Gleichförmigkeit der Kursbewegungen der Absturz der Portefeuilles kaum abgefedert werden könne.

Im Crash des Jahres 2008 haben die meisten alternativen Anlagen stark mit den traditionellen Anlageklassen korreliert und den Absturz der Portefeuilles kaum abgefedert. Die Strategie «Managed Futures» entwickelte sich im Crash-Jahr 2008 zwar gut – der Credit Suisse/Tremont-Index für «Managed Futures» legte im vergangenen Jahr um 18% zu. In diesem Jahr per Ende Mai hat das Barometer allerdings 5,2% verloren.