

# Warum **Asset Allocation** immer noch funktioniert

## Sparinvest wirft einen Blick auf die Rezession und die Erholungsphase

Der Crash des Marktes von 2008 und 2009 erreichte in den USA im März 2009 seinen Höhepunkt. Seitdem haben sich die Aktien- und Anleihenmärkte weltweit kräftig erholt und steigen seit einem Jahr bereits wieder kräftig an. Diese Entwicklung verlief aber keinesfalls reibungslos. Die Märkte verzeichneten zwischenzeitlich starke Wertschwankungen, und obwohl die Erholungstendenz auf dem Papier ausgeprägt scheint, halten sie die Anleger für sehr instabil. Auch nach einem Jahr ist das Vertrauen deshalb immer noch eher gering. Denn gerade in Zeiten wie diesen lassen sich die Anleger von ihren Gefühlen leiten.



*Das dänische Unternehmen Sparinvest ist der Meinung, dass emotional bestimmte Investmententscheidungen die langfristigen Erträge mindern. Wir haben die leitende Analystin und Expertin für die strategische Asset Allocation, Sidsel Moeller, gebeten, uns dies zu erläutern.*

**Häufig wird gesagt, dass „Haussemärkte zunächst eine Mauer der Angst überwinden müssen“. Sind Sie auch der Meinung, dass die Erholungstendenz des letzten Jahres in jeder Hinsicht permanent gefährdet schien? Wie sollten Anleger mit diesem Pessimismus Ihres Erachtens nach umgehen? Und können Sie es ihnen verdenken, dass sie ihre Portfolios derzeit noch aufmerksamer beobachten als früher?**

„Nein, diesbezüglich mache ich den Investoren keinen Vorwurf. In diesen letzten 12 Monaten wurden von den Medien sehr uneinheitliche Signale ausgesandt. Solche Nachrichten erreichen Privatanleger, die nicht im Finanzsektor arbeiten, aber in der Regel später als die Experten. Deshalb laufen die Privatinvestoren immer Gefahr, zu spät zu reagieren. Aus diesem Grund rate ich Privatanlegern, ein Portfolio zusammenzustellen, mit dessen Verlustwahrscheinlichkeit sie sich wohlfühlen. Denn wenn sie in einem solchen Portfolio, mit dem sie sich wohlfühlen, investiert sind, brauchen sie sich keine Gedanken mehr um ihre Anlagen zu machen und können sich stattdessen auf ihre Familie, ihren Alltag, ihren

Beruf usw. konzentrieren. Die Lebensqualität verbessert sich dadurch grundlegend.“

**Glauben Sie, dass derzeit die Versuchung, nach der erfreulichen Tendenz des letzten Jahres Gewinne mitzunehmen und der Rückfall in die Rezession, von der offenbar jeder ausgeht, abzuwarten, für die Anleger sehr groß ist?**

„Ja, das denke ich. Und dieser Rückfall in die Rezession scheint momentan ein extrem heißes Eisen zu sein. Selbstverständlich schließe ich nicht aus, dass es in nächster Zeit zu einem solchen „double-dip“ kommen könnte. Wir sollten uns jedoch darüber im Klaren sein, dass wir uns derzeit vermutlich alle in einem Dilemma befinden, das man als „Voreingenommenheit“ bezeichnen könnte. Das heißt: Je intensiver ein Aspekt in den Medien, den Nachrichten oder bei Gesprächen mit Kollegen behandelt wird, desto stärker sind wir davon überzeugt, dass es auch wirklich so kommen wird. Diese Annahme wird zu einer „allgemein gültigen Wahrheit“, dem „wahrscheinlichsten Szenario“, und kann sich deshalb häufig zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung entwickeln – obwohl der Ursprung ausschließlich in Gefühlen und nicht in vernünftigen Annahmen liegt. Geht man wirklich davon aus, dass dieser „double-dip“ irgendwann kommen wird, stellt sich aber immer noch die Frage: „Wann?“ Der richtige Ausstiegszeitpunkt lässt sich kaum finden, weil wir sicherlich nicht aus dem Markt herausgehen möchten, wenn wir die Möglichkeit haben, vor dem Rückfall in die Rezession noch 5 % Ertrag zu erzielen. Andererseits möchten wir aber auch nicht warten, bis die Märkte schon 5% - oder 10% - oder sogar noch mehr eingebüßt haben. Und natürlich müssten wir dann auch den geeigneten Zeitpunkt abpassen, um wie-



der einzusteigen, bevor der Markt wieder anzieht, damit wir weitere Gewinne nicht verpassen und so geht das immer weiter.“

**Sparinvest befürwortet eine Investmentstrategie, die aus drei entscheidenden Elementen besteht: der Erstellung eines Risikoprofils, der strategischen Asset Allocation sowie einem regelmäßigen Rebalancing. Könnten Sie die einzelnen Komponenten erläutern und erklären, warum diese so wichtig sind?**

„Die **Erstellung des Risikoprofils** ist eine Möglichkeit herauszufinden, wie hoch das Rückschlagrisiko ist, das ein Anleger aushalten kann, bevor er seine Investments mit einem beträchtlichen Verlust verkaufen würde. Bei institutionellen Investoren richtet sich dieses Risikoprofil üblicherweise nach aufsichtsrechtlichen Anforderungen, Verbindlichkeitsstrukturen, dem Anlagehorizont usw. Bei Privatanlegern ist das Risikoprofil natürlich vom Zeithorizont sowie den Liquiditätsanforderungen abhängig, aber gleichzeitig auch eine Frage der Psychologie. Wie hoch kann beispielsweise der Verlust eines Anlegers „auf dem Papier“ sein, bevor er seine Investments veräußert und dadurch einen tatsächlichen Verlust realisiert? Diesen theoretischen „Verkaufsauslöser“ zu ermitteln ist von entscheidender Bedeutung. Damit kann das Portfolio so strukturiert werden, dass die Wahrscheinlichkeit, dass der Anleger Einbußen erleidet, die über seine persönliche Schmerzgrenze hinausgehen, minimiert wird.

**Die strategische Asset Allocation** ist der Prozess, bei der die Portfoliostrukturierung mit dem individuellen Risikoprofil eines Anlegers abgeglichen wird. Dies gewährleistet, dass sich der Anleger der Größenordnung seines möglichen Verlusts bewusst ist, dass er aber gleichzeitig weiß, dass die Wahrscheinlichkeit eines für ihn unerträglichen Verlusts äußerst gering ist. Dadurch wird der Anleger auch in Abschwungphasen eher investiert bleiben und deshalb keine Verluste realisieren, sondern kann stattdessen von einer Erholung der Märkte profitieren.

Das **Rebalancing** ist ebenfalls wichtig. Unterschiedliche Anlageinstrumente entwickeln sich in unterschiedlichen Zeiten auch in unterschiedliche Richtungen. Dadurch verändert sich die Zusammensetzung des Portfolios. Es kann also sein, dass das Portfolio nach einer Weile nicht mehr dem Risikoprofil des Anlegers entspricht. Deshalb sollte das Portfolio regelmäßig überprüft werden (jedoch nicht allzu häufig, weil dadurch ja immer Transaktionskosten entstehen) und entsprechend angepasst werden. Ein weiterer Auslöser für ein solches Rebalancing könnte auch ein ausgeprägter Kursrückgang des Marktes sein. In diesem Fall würde man im Rahmen eines disziplinierten Rebalancing

zu günstigen Kursen kaufen und von dem darauf folgenden Abschwung profitieren. Psychologisch betrachtet ist es aber sehr schwierig, jemanden davon zu überzeugen, in risikoreiche Anlagen zu investieren, die gerade erst massiv an Wert verloren haben. Ein regelmäßiges Rebalancing macht das Portfolio aber für starke Schwankungen an den Finanzmärkten weniger anfällig.“

**Wie ermitteln Sie das Risikoprofil eines Anlegers?**

„Bei institutionellen Investoren wird das Risikoprofil von den aufsichtsrechtlichen Bestimmungen sowie dem Einsatz etwa eines Risiko-Budget-Modells bestimmt. Für Privatanleger arbeiten wir mit Professor Dr. Thorsten Hens, einem der führenden europäischen Experten im Bereich Behavioural Finance, zusammen. Er hat für uns einen „Risik Profiler“ für Privatanleger entwickelt. Dabei wird die „Verlustaversion“ eines Anlegers (die Kennzahl, welchen Verlust eine Person aushalten kann, bevor sie sich schließlich veranlasst fühlt, ihr Engagement zu beenden und den Verlust zu realisieren) eingeschätzt. Der Zeithorizont, die Liquiditätsbedürfnisse usw. spielen dabei ebenfalls eine Rolle. Anschließend wird das Portfolio des einzelnen Anlegers optimiert – und zwar nicht durch die klassische Optimierung einer „langfristigen Rückkehr zum Mittelwert“, weil diese Kennzahl lediglich das durchschnittliche Risiko-/Ertragsprofil eines Portfolios ausweist. Schließlich entsprechen die Erträge eines Marktes in der Realität keiner Normalverteilung. Außerdem können zwischenzeitlich auch außergewöhnliche Ereignisse auftreten, die über das normale Ausmaß von Gewinnen und Verlusten hinausgehen. Um ein Portfolio zusammenzustellen, mit dem sich der Anleger – selbst bei Eintreffen des Worst Case-Szenarios – wohlfühlt, muss man ihm mitteilen, wie hoch sein möglicher Verlust sein kann, wenn dieses „extreme Risiko“ wirklich eintritt. Wenn man dem Anleger diese extremen Verluste bewusst macht, reduziert man dadurch die Wahrscheinlichkeit, dass er Einbußen erleidet, die über seine persönliche Schmerzgrenze hinausgehen.“

**Wie belegen Sie, dass eine Anlagestrategie, die auf der Erstellung eines Risikoprofils, einer strategischen Asset Allocation sowie einem regelmäßigen Rebalancing beruht, besser funktioniert als reines „Bauchgefühl“?**

„Das hängt von Ihrem Bauchgefühl ab. Falls Sie wirklich ein Hellseher sind, dann nutzen Sie Ihre Lizenz zum Gelddrucken! Andernfalls hüten Sie sich vor der „Voreingenommenheit“. Fragen Sie sich, worauf Ihr „Bauchgefühl“ beruht. Liegt es schlicht und ergreifend daran, dass Sie von den Medien mit Meldungen über den drohenden Rückfall



in die Rezession bombadiert werden, dass Ihr Bauchgefühl sagt, Sie sollten verkaufen? Die meisten Menschen leiden zudem an Selbstüberschätzung. So haben beispielsweise diverse Studien belegt, dass die Mehrheit der Autofahrer der Meinung ist, dass sie zu den besten 10% aller Autofahrer gehören. Das ist rein statistisch gesehen natürlich gar nicht möglich. Ebenso neigen wir aber alle dazu anzunehmen, dass wir die Entwicklung des Marktes prognostizieren können. Solange Sie aber kein institutioneller Investor sind, der eine Armada von Analysten beschäftigt, um die nächsten profitablen Investments herauszufiltern, können Sie leider sicher sein, dass Sie immer erst nach solchen Investoren von attraktiven Anlagechancen erfahren werden. Und dann haben sich die institutionellen Investoren bereits entsprechend positioniert und sich den Löwenanteil des Gewinns gesichert.

So haben beispielsweise vor der Krise viele Anleger Kredite bei ihren Banken aufgenommen, um dieses Geld in Aktien zu investieren. „Was kann denn schon passieren?“ Seit Jahren waren die Aktienmärkte stetig nach oben geklettert, so dass wir – weil wir unangenehme Dinge immer gerne ausblenden – vergessen hatten, dass Investments in die Aktienmärkte ja auch immer das Risiko enormer Verluste mit sich bringen. Diese Anleger hatten dabei aber nicht nur das Prinzip der Asset Allocation außer Acht gelassen, sondern ihr Geld sogar in risikoreiche Anlagen investiert. Als die Märkte einbrachen, wurde klar, dass jene Anleger, die sich bei der Strukturierung und Diversifikation ihres Portfolios an ihrem Risikoprofil orientiert hatten, weniger hohe Verluste erlitten als andere, weil diese Risikostreuung den Rückschlag abgefedert hatte. Diese Anleger blieben dann auch investiert (und profitierten später in hohem Maße davon), weil ihr Risikoprofil bereits im Vorfeld geplant und festgelegt wurde.“

**Sie sagen, dass „emotionale“ Anleger den Fehler machen, bei hohen Kursen zu kaufen und bei niedrigen Kursen zu verkaufen. Die Märkte haben seit nunmehr einem Jahr aber kräftig zugelegt. Was würden Sie einem Anleger raten, der seit dem Einbruch der Jahre 2008 und 2009 nicht mehr investiert war?**

„Ich möchte noch einmal wiederholen, dass die einzig sinnvolle Herangehensweise in diesem Fall meiner Meinung nach die drei bereits angesprochenen Schritte sind: Risikoprofil, strategische Asset Allocation und regelmäßiges Rebalancing. Ihre Frage ist wirklich schwer zu beantworten, weil auch solche Anleger ihre Entscheidung bereuen werden. Vor kurzem (2008) erst haben sie enorme Verluste realisiert, und sie möchten diese Enttäuschung nicht noch einmal erleben. Außerdem bedauern sie ja auch, dass sie

an der aktuellen Aufwärtstendenz nicht partizipieren. Da Privatanleger nicht die gleichen Vorteile am Markt haben wie institutionelle Investoren – was die frühzeitige Identifizierung von Anlagechancen angeht – sollten sie auf jeden Fall in ein Portfolio investieren, das ihrem individuellen Risikoprofil entspricht. Dieser Ansatz verringert die Möglichkeit eines Verlusts auf der – oder kurz vor der – Talsohle eines Abschwungs. Außerdem sind Anleger so in der Lage, von einer anschließenden Erholung maximal zu profitieren, indem sie einfach investiert bleiben.“

**Wie sieht es aus, wenn jemand zwar investiert war, aber kein Rebalancing vorgenommen hat?**

„Man sollte stets überprüfen, ob das Portfolio immer noch dem persönlichen Risikoprofil entspricht – und dies sollte bei schwankungsreichen Märkten etwas öfter geschehen. Wenn Anleger während der Krise kein Rebalancing durchgeführt haben, könnte man das Risikoprofil nun noch einmal auf den neuesten Stand bringen (weil sich die psychologischen Voraussetzungen des Anlegers infolge der Krise verändert haben könnten) und anschließend ein entsprechendes Rebalancing vorzunehmen.“

**Man spricht von einem für globale Aktien „verlorenen Jahrzehnt“. Warum sollte man sein Geld also nicht sicher in Baranlagen und Anleihen investieren und Aktien einfach links liegenlassen?**

„Nun ja, andere reden sogar davon, dass die Blase nicht nur Aktien betrifft, sondern auch Anleihen. Und wenn das für Aktien weltweit wirklich ein „verlorenes Jahrzehnt“ war, könnte man die Gegenfrage stellen, warum man nicht jetzt investiert, wo wir am Beginn eines neuen Jahrzehnts für Aktien stehen.“

**Sie sagten, dass sich Investments in die weltweit am stärksten unterbewerteten Aktien nach dem Ende einer Rezession auszahlen. Legt die Asset Allocation-Strategie, die Sie für Ihre Anleger umsetzen, mittlerweile wieder ein größeres Augenmerk auf unterbewertete Titel?**

„Das hängt vom Risikoprofil des Anlegers ab. Falls sich aber Value-Titel als volatil erweisen und während einer Rezession stärker nachgeben als der breite Markt, können ihre Kursverluste sogar so massiv sein, dass sich der Anleger zu einem Verkauf und damit zur Realisierung dieser Verluste entscheiden könnte. Sparinvest bietet jedoch drei Asset Allocation-Fonds an, die allesamt auf breit gestreuten Portfolios basieren, dabei aber einen Schwerpunkt auf Value-Titel legen.“



**Sind Sie der Meinung, dass hochverzinsliche Unternehmensanleihen eine in Europa vernachlässigte Anlageklasse sind?**

„Auch dies hängt vom Risikoprofil des jeweiligen Anlegers ab. Von einer Vernachlässigung kann man nur dann sprechen, wenn diese Papiere Vorteile wie etwa ein besseres Risiko-/ Ertragsverhältnis bieten. Außerdem muss man das Risikoprofil des Anlegers in alle Überlegungen mit einbeziehen. Aber selbst während der Krise, als alle Anlageklassen an Boden verloren (abgesehen von risikoarmen Staatsanleihen und einigen anderen Anlageformen), hatten Engagements in Hochzinsanleihen für das Portfolio einen positiven Diversifikationseffekt, weil sie sich nie zu 100% wie andere Marktsegmente entwickelten.“

**Glauben Sie als strategischer Asset Allocator, dass Gold in ein Portfolio gehört? Ist es ein „sicherer Hafen“ oder sind Sie – wie Warren Buffett – der Meinung, dass Gold „keinen Nutzen hat“?**

„Gold wird in Afrika oder irgendwo sonst aus dem Boden ausgegraben. Dann schmelzen wir es ein, vergraben es aufs Neue und bezahlen Leute dafür, um es zu bewachen. Gold hat keinen Nutzen. Würden Marsmännchen dies beobachten, würden sie sich an den Kopf fassen.“  
Warren Buffett

„Viele von Warren Buffet’s Aussagen sind großartig, und dies ist eine davon. Investments in Gold, das Ausheben eines Lochs, um es darin zu vergraben, die Beschäftigung von Leuten, die es bewachen – all das hat keine solche Wert-

steigerung zur Folge wie die Bereitstellung von „Risikokapital“ für Unternehmen, die ein Wirtschaftsgut produzieren. Im Prinzip sollten in einem breit gestreuten Portfolio aber natürlich alle Anlageklassen der Welt vertreten sein, also auch Gold.

Darüber hinaus ist es sehr schwierig, direkt in Gold zu investieren. Die Zahl der ETFs, die auf Gold ausgerichtet sind, steigt zwar, aber viele dieser Produkte engagieren sich in Derivate, weil der von Warren Buffett beschriebene Weg kompliziert ist. Dies wiederum hat aber ein Kontrahentenrisiko zur Folge, was man natürlich gerade heutzutage nicht bezweckt. Wahrscheinlich ist der beste Weg, in Gold zu investieren, es in Form von Schmuck zu kaufen und zu tragen. Auf lange Sicht entspricht die Entwicklung des Goldpreises der Inflation. Allerdings kann der Preis innerhalb kürzester Zeit extrem schwanken. Dies gilt insbesondere in Zeiten wie diesen. Die Medien werden sich in Krisenphasen oder bei volatilen Märkten immer auf Gold stürzen. Und da wir unter der bereits erwähnten „Voreingenommenheit“ leiden, glauben wir allmählich auch, dass Gold im Moment die einzige Anlageklasse ist, in die man investieren sollte. Da Gold jedoch extremen Schwankungen

unterliegt, besteht die Möglichkeit, dass die Finanzpresse von einem Tag auf den anderen sehr ausgeprägte Preisveränderungen vermeldet. Dies geschieht meist dann, wenn der Preis gerade steigt. Meiner Meinung nach sollten Anleger sehr vorsichtig sein und in Erwägung ziehen, dass das Zusammenspiel von Volatilität und Ertrag bei Edelmetallen vielleicht letztendlich doch nicht ganz so attraktiv ist.“

*„Gold wird in Afrika oder irgendwo sonst aus dem Boden ausgegraben. Dann schmelzen wir es ein, vergraben es aufs Neue und bezahlen Leute dafür, um es zu bewachen. Gold hat keinen Nutzen. Würden Marsmännchen dies beobachten, würden sie sich an den Kopf fassen.“*

Warren Buffett

Der angegebene Fonds ist ein Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen 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 Wechselkurschwankungen 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.