

Bangen um den Best Buddy der Anleger

Diversifikation ist der beste Freund des Investors – gefährdet die extreme Notenbankpolitik diese Beziehung?

MICHAEL SCHÄFER

Die Korrektur an den Aktienmärkten Anfang Februar hat die Anleger unsanft daran erinnert, dass Börsen keine Einbahnstrassen sind. Auch wenn sich der Einbruch angesichts der vorausgegangenen langen Hausse in Grenzen hielt, fürchtet mancher Beobachter, dass dies nur der Vorbote einer grösseren Korrektur war. Ob eine solche bald bevorsteht, weiss niemand. Anleger sollten sich fragen, ob ihre Portfolios für den Fall eines aufziehenden Sturms wetterfest sind.

Ausweichen auf riskante Bonds

Die meisten Investoren werden die Frage bejahen, haben sie doch den bewährten Rat befolgt, nicht alles auf eine Karte zu setzen, sondern ihre Anlagen auf verschiedene Körbe zu verteilen – im Fachjargon: sie zu diversifizieren. Tatsächlich zählt die Diversifikation zu den mächtigsten Phänomenen an den Finanzmärkten. Ihr geistiger Vater Harry Markowitz, der für seine Erkenntnisse mit dem Nobelpreis der Wirtschaftswissenschaften geehrt wurde, nannte sie die einzige Sache, die man an den Finanzmärkten umsonst bekommt («The only free lunch in investing is diversification»). Für Merton Miller, ebenfalls Träger des Wirtschaftsnobelpreises, ist sie der beste Freund der Anleger.

Durch die Diversifikation lassen sich mit einem Portfolio nämlich höhere Renditen bei gleichem Risiko oder gleich hohe Renditen bei niedrigeren Risiken erzielen. Dies ist so, weil sich die Kurse zweier Anlagen nicht gleichförmig bewegen. Je unterschiedlicher der Kurs-

Anleger halten immer weniger sichere Staatsanleihen in ihren Portfolios.

verlauf, umso mehr gleichen sich die Schwankungen der beiden aus. Zwar sinkt die Rendite, wenn man eine riskante Anlage mit hoher Rendite mit einer wenig riskanten mit tiefer Rendite kombiniert. Entscheidend ist jedoch, dass die Schwankungen stärker nachlassen als die Rendite. Dabei ist in einem Portfolio der Effekt umso grösser, wenn nicht nur Einzeltitel, sondern auch Sektoren oder Regionen und vor allem Anlageklassen diversifiziert werden.

In der Vergangenheit habe das meist bestens funktioniert, weil sichere Anleihen im Kurs gestiegen seien, wenn die Aktien unter die Räder gekommen seien, sagt Andreas Homberger vom Vermögensverwalter Hinder Asset Management. Ob dieser wünschenswerte Effekt künftig auch gleich positiv ausfallen wird, ist jedoch aus zweierlei Gründen fraglich. Beide Gründe hängen eng mit den extremen geldpolitischen Massnahmen der Notenbanken zusammen, mit denen sie die Folgen der jüngsten Finanzkrise eindämmen wollten.



Lange gingen nicht gleich alle Eier kaputt, wenn eines einen Schlag erhielt – doch liegt heute die Sache anders.

ILLUSTRATION CH. FISCHER

Zum einen haben die von den Notenbanken gesteuerten Niedrig- oder Negativzinsen dazu geführt, dass Anleger immer weniger sichere Staatsanleihen in ihren Portfolios halten. Stattdessen sind sie auf Unternehmens- oder auch auf Wandel-, Hochzins- oder Schwellenländeranleihen ausgewichen. Während aber die Kurse von Staatsanleihen in der Finanzkrise deutlich zulegten und die Papiere von Firmen mit guter Bonität nur geringe Kursverluste aufwiesen, büsst die drei Letztgenannten ähnlich stark ein wie Aktien. Die zuvor geringe Korrelation war in der Krise hochgeschwungen. Bricht die Konjunktur ein, können mehr Firmen ihre Anleihen nicht mehr bedienen. Die Anleger fordern dann eine höhere Entschädigung für ihr Risiko, was die Bondpreise sinken lässt.

Notenbanken fehlt Spielraum

Zum anderen ist es alles andere als ausgemacht, dass sichere Anleihen bei der nächsten grossen Krise ein Portfolio im gewohnten Ausmass stützen werden. Vor der Finanzkrise seien sie nämlich günstig bewertet gewesen und damit für Anleger attraktiv gewesen, sagt Homberger. Heute ist genau das Gegenteil der Fall. Auch ein Spielraum für spürbare Leitzinssenkungen sei – anders als vor zehn Jahren – in den meisten Ländern kaum vorhanden. Hinzu komme, dass die Bonität vieler Industriestaaten längst nicht mehr über allen Zweifel erhaben sei. Statt die Konjunkturerholung der vergangenen Jahre für einen Schuldenabbau zu nutzen, habe man vielerorts den Schuldenberg noch vergrössert.

Denkbar ist auch, dass es nicht zu einem ähnlichen Kurseinbruch wie vor zehn Jahren kommen wird, weil es den

Notenbanken gelingt, die lange Phase der unorthodoxen Geldpolitik einermassen unfallfrei zu beenden. Dann wäre es aber wahrscheinlich, dass sowohl die Kurse von Aktien und anderen risikobehafteten Anlagen als auch jene von vermeintlich sicheren Staatsanleihen über einen längeren Zeitraum stagnieren oder sinken werden. So wie die Notenbanken durch ihre extreme Geldpolitik die Preise (fast) aller Vermögenswerte nach oben getrieben haben, würde eine geldpolitische Normalisierung deren Kurse möglicherweise belasten.

So oder so stellt sich die Frage, ob es Alternativen gibt, die im heutigen Umfeld die Funktion der Staatsanleihen im Portfolio übernehmen können. Ein Kandidat seien liquide Mittel, sagt Christian Dreyer, CEO der CFA Society Schweiz. Zwar werfe Cash keine laufenden Erträge ab und sei zudem mit Opportunitätskosten verbunden, also entgangenen Erträgen, die sich mit anderen Anlagen

Liquide Mittel haben kein Kursrisiko und funktionieren wie eine Option.

hätten verdienen lassen. Diese seien aber verkraftbar, solange die Zinsen und die Inflation niedrig blieben.

Nicht zu verachten seien aber die Vorteile von Cash. Hier gebe es kein Kursrisiko, und darüber hinaus habe es den Charakter einer Option. Sinken andere Anlagen stark im Kurs, kann ein Anleger sofort investieren und muss nicht erst andere Vermögenswerte veräussern. Zu beachten sei jedoch das Gegenparteirisiko. In der Schweiz ist dies ab Einlagen von 100 000 Fr. relevant, bis zu diesem Betrag sind die Gelder durch den Einlagensicherungsfonds Esisuisse gedeckt.

Die meisten anderen liquiden Anlageklassen lassen ebenfalls die Eigenschaft vermissen, recht zuverlässig an Wert zu gewinnen, wenn die Aktienkurse einbrechen, und sie weisen zudem höhere Schwankungen auf als Cash. Eines dieser Beispiele ist Gold. Der Kurs des oft als «sicherer Hafen» bezeichneten Edelmetalls schwankt kaum weniger als jener der Dividendenpapiere. Hinzu kommt, dass Gold die ihm attestierte Schutzfunktion meist nur in Rezessionen erfüllt, während es bei geopolitischen Krisen wenig hilft und in Phasen hoher Inflation bzw. hoher Realzinsen sogar stark mit Aktien korreliert.

Vermutlich unterschätzt als Portfolio-Diversifikator sind Währungen. In der Regel schwanken ihre Kurse deutlich weniger als jene von Aktien, und da sie jeweils paarweise gehandelt werden, steigt eine Währung in dem Mass, in dem eine andere fällt. Investiert man in einen Korb von Währungen, gleichen sich die Ausschläge zu einem gewissen Grad aus. Allerdings haben Schweizer Anleger hier einen Nachteil, da der Franken zu den stärksten Währungen zählt. Wer einfache Franken in schwächere Währungen tauscht, muss tendenziell mit Verlusten rechnen. Gerade in Krisen können diese schmerzhaft sein, da der Franken als Fluchtwährung gilt.

Kein Ersatz für Staatsanleihen

Was weniger liquide Anlagen angeht, haben auch sie Nachteile. Hedge-Funds weisen insgesamt seit Jahren eine hohe Korrelation zu Aktien auf (vgl. Grafik). In der Finanzkrise haben sie auch viel Geld verloren. Genau die Fonds zu identifizieren, die zu den Gewinnern zählen, wenn es an den Märkten turbulent wird, ist für Privatanleger kaum möglich. Mikrofinanzanlagen haben sich dagegen sehr entwickelt, zudem warfen sie Renditen ab, die sich vor jenen von Staatsanleihen kaum verstecken mussten. Allerdings drohen auch hier spürbare Verluste, wenn es in vielen Schwellenländern zu einer Rezession kommen sollte.

Der potenziell grösste Diversifikationseffekt liesse sich mit Investments erzielen, die konzeptionell anders funktionieren als gängige Anlageklassen, sagt Dreyer. Dazu zählen Anlagen auf Versicherungsrisiken (ILS) oder solche auf die Volatilität. Erstere sind zwar nicht korreliert mit den Finanzmärkten, da ihr Wert an das Eintreten von Naturkatastrophen gebunden ist. Kommt es zu einer solchen, droht den Anlegern jedoch ein Totalverlust. Ähnlich heikel seien Anlagen auf die Volatilität. Diese legen zwar in der Regel stark an Wert zu, wenn an den Börsen die Kurse einbrechen. In normalen Zeiten verliert man mit solchen Strategien jedoch Geld. Weitere Alternativen seien wertvolle Uhren, Kunst, Wein oder Kryptowährungen, so Dreyer. Aber hier brauche es nicht nur viel Fachwissen, sondern auch einen grossen Geldbeutel, denn es sei bei diesen Anlagen ratsam, kleine Teile des Vermögens auf viele Töpfe zu verteilen.

Unter dem Strich lässt sich festhalten, dass Diversifikation weiterhin ein wertvolles Konzept ist, das nicht vernachlässigt werden sollte. Die Ausgangslage lässt jedoch befürchten, dass sie in ihrer traditionellen Form weniger gut funktioniert als in der Vergangenheit.

MÄRKTE UND MEINUNGEN

Die Börse liebt nur die Grossen

Werner Grundlehner · Die Zahl der börsenkotierten Unternehmen nimmt weltweit ab. Das ist für Investoren nur eine vermeintlich gute Nachricht. Zwar nimmt so die Bewertung der Aktien zu – für einen Franken Unternehmensgewinn stehen mehr Franken Börsenwert «zur Verfügung». Doch hohe Bewertungen macht Investoren nervös und veranlasst sie, in andere Anlageprodukte auszuweichen. Oft kommt es auch zu Fehlallokationen: Die Mittel fließen zu den Titeln, die alle kennen und die bereits geklettert sind. So florieren Börseplätze – beim genauen Hinsehen wird klar, dass die breite Masse der Valoren seit langem vor sich hindümpelt oder sogar Wert verliert, aber wenige schwergewichtige Trend-Aktien den Index nach oben treiben. Zuletzt zeigte sich dieses Phänomen an den US-Börsen, wo die FAANG-Aktien (Facebook, Amazon, Apple, Netflix und Google) den Boom ausmachen.

Für die Abnahme der börsengehandelten Gesellschaften gibt es mehrere Gründe. Ein wichtiger sind Fusionen und Übernahmen. Die Firmen verfügen über rekordhohe Cash-Bestände, die Möglichkeiten zu organischem Wachstum sind für die meisten Gesellschaften eher limitiert. Durch einen Zukauf «wächst» eine Gesellschaft viel schneller. Das schmälert jedoch das Börsentableau: So wird es etwa noch lange dauern, bis die Schweizer Börse den Abgang von Syngenta und Actelion verdaut hat.

Zwar macht es den Anschein, als hätte in den vergangenen Wochen eine rekordhohe Zahl von Unternehmen den Plan gefasst, sich an der Schweizer Börse kotieren zu lassen. Doch die Börsenneulinge treten nur in wenigen Fällen am Finanzmarkt auf, um sich neue Mittel für das weitere Wachstum zu sichern. Die Gründe sind ganz verschieden. So möchten etwa die Gründer und bisherigen Inhaber aussteigen, eine Muttergesellschaft verkauft ihr Tafelsilber, um einer Überschuldung zu entgehen, oder ein Unternehmen erhofft sich einen PR-Schub für ein Geschäftsmodell, das dringend Öffentlichkeit braucht.

Das sind legitime Gründe, ein IPO zu wagen. Die Wahrscheinlichkeit ist aber gross, dass die Valoren dieser Unternehmen nicht zu den meistgesuchten gehören werden. Wer aber in der Rangliste der Börsenkapitalisierung in den hinteren Regionen landet, führt einen Kampf gegen das Vergessen.

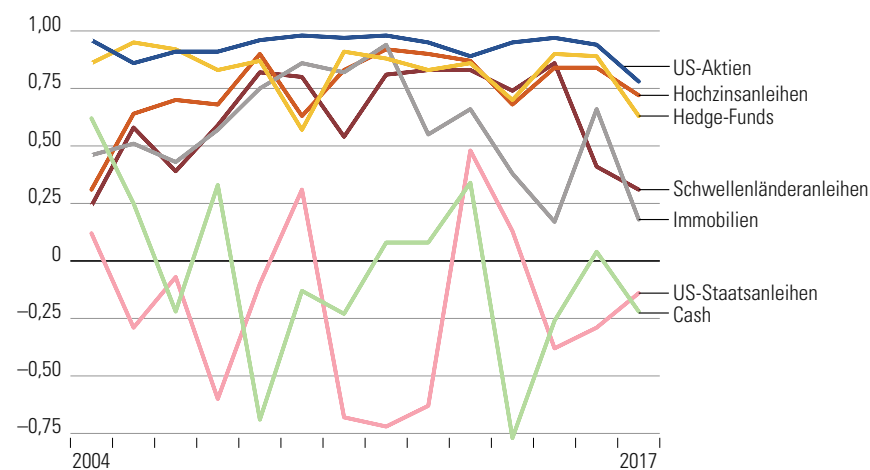
Dies hat mit der abnehmenden Abdeckung durch Analytiker zu tun. Für Banken rechnet sich das Research kaum noch. Wegen der neuen Regulierung Mifid II hat sich dies noch verschärft. Börsenneulinge werden meist noch ein bis zwei Jahre durch die Analytiker der Konsortialbanken verfolgt, die das Börsendebüt organisiert und einen Emissionsprospekt erstellt haben.

Ein weiterer Grund für die Nichtbeachtung der kleineren Unternehmen ist der Siegeszug der kotierten Indexfonds (Exchange-Traded Funds, ETF). Immer weniger diversifizieren sich Investoren durch den Kauf von einzelnen Titeln in verschiedenen Regionen, sondern kaufen die entsprechenden ETF. Das ist günstiger und bedeutet weniger Aufwand. Und die Historie zeigt, dass es nur wenigen Investoren mit einer individuellen Strategie gelingt, die vergleichbaren Indexfonds nach Abzug der Kosten zu schlagen.

Die hohen Kosten für eine Kotierung (in der Schweiz noch durch die Minderinitiative verstärkt) stehen für kleine Unternehmen in keinem Verhältnis mehr zum Nutzen der Kotierung. Viele Unternehmensbesitzer, die für ihr Unternehmen einen Entwicklungsschritt suchen, fassen zwar weiterhin ein IPO ins Auge, halten sich aber einen zweiten Weg («dual track») wie etwa einen Verkauf an einen Konkurrenten offen. Das war zwar schon immer so, weil ein erfolgreiches IPO auch stark von der Börsenstimmung abhängt. Doch derzeit scheint die Lösung «Verkauf» an Popularität zu gewinnen. Ein Konkurrent kann meist einen höheren Preis als die Börse verantworten, weil sich mit der Integration oft unmittelbar Synergieeffekte realisieren lassen.

Ausmass und Reihenfolge der Korrelationen ändern mit der Zeit teilweise stark

Korrelationen zu globalen Aktien (+1 bedeutet perfekt gleichlaufende, -1 völlig gegensätzlich laufende Kurse)



QUELLE: FIDANTE CAPITAL

NZZ-Infografik/cke.