

» Der Aufschrei vieler Kapitalanleger – auch Vermögender – nach dem Katastrophenjahr 2008 war groß: „Was lief da in meinem Portfolio bloß schief? Ich war doch diversifiziert!“ Nutzte nur leider wenig – die Anleger und Vermögensmanager mussten eine neue Lehre lernen: spürbare Verluste trotz Diversifizierung! Und Strategen stellen sich die Frage: Versagt Diversifizierung in Krisenzeiten? Geben Risikokennzahlen wie beispielsweise Value at Risk das „echte“ Risiko überhaupt korrekt wieder oder werden Risiken unterschätzt? Kurz: Ist die Diversifizierung am Ende? «

# Markowitz in der Krise

## Ist die Diversifikation am Ende?

Jürgen Raeke, Berenberg Private Capital GmbH

Diversifizierung bedeutet Risikostreuung. Ziel ist, durch geeignete Mischung einzelner Vermögensanlagen (Assets) eine Risiko-Minimierung unter gegebener Rendite oder eine Rendite-Maximierung bei gegebenem Risiko zu erzielen. Hört sich gut an. Aber wie ist die Praxis?

*Je besser gemischt, desto geringer das Risiko – zumindest in der Theorie*

Im Börsenjahr 2007 herrschte – trotz erster dunkler Wolken am Horizont – die beste aller Welten für Kapitalanleger. Das Zinsniveau niedrig, Kredite im Sonderangebot und dazu mehr Kapital als attraktive Kapitalanlagen. Private Equity Fonds sammelten Milliarden für hoch gehebelte Deals ein. Die Börsenindizes notierten allesamt auf Höchstständen. Rohstoffe und Schiffsmärkte haussierten dank des starken Wirtschaftswachstums in China. Nahezu jeder Risiko-Vermögenswert war hoch- oder überbewertet. Selbst Kunst, Oldtimer und seltene Weine erzielten Rekordpreise.

### Börsen-Rallye überall

Alle Anlageklassen hatten von 2003-2007 eine fulminante Aufwärtsbewegung hinter sich. Getrieben von einer nicht enden wollenden Liquiditätshausse waren insbesondere einige Immobilien-, Rohstoff-, und Schiffsmärkte ihren Fundamentaldaten weit enteilt. Es schien nur noch aufwärts zu gehen.

*In der Praxis hat Diversifizierung in der Krise in vielen Depots versagt*

Was dann geschah, ist bereits Finanzgeschichte und wird noch Kern vieler Studien sein. Nach der *Lehman*-Pleite am 15.9.2008 blieb in der Finanzwelt kein Stein auf dem anderen. „Rette sich wer kann“ lautete die Devise. Das Weltfinanzsystem stand am Rande des Zusammenbruchs. Geld, das Schmiermittel der Wirtschaft, war schlagartig nicht mehr verfügbar. Welcher Bank konnte man noch trauen, wo war das Geld wirklich sicher? Die Notenbanken pumpeten weltweit Geld in die Märkte. Um einen Bank-Run zu vermeiden, sah sich sogar die Bundeskanzlerin am 5.10.2008 gezwungen, eine explizite Garantie für die Einlagen aller Deutschen auszusprechen.

Die "Enthebelung" hatte zur Folge, dass die Kurse aller Anlageklassen fielen

Dazu verursachte das Deleveraging (Kreditrückführung) bei Immobilien, Hedgefonds und Private Equity einen permanenten Verkaufsdruck auf die Finanzmärkte. Verkauft wurde, was zu verkaufen war, unabhängig von der Qualität und den langfristigen Einschätzungen. Einst hochliquide und bis dato als sehr sicher angesehene Jumbopfandbriefe waren wochenlang nicht handelbar oder wiesen ungekannte Geld-Brief-Spannen auf. Unternehmensanleihen waren nur „Brief“ und Hedgefonds standen vor einer Rückgabewelle, die sie nicht vollständig bedienen konnten. Illiquidität wurde durch unglaubliche Abschläge bestraft, weil jegliches Vertrauen, besonders in intransparente Konstrukte, verloren ging. Schlimmer noch, die Geschäftspartner misstrauten einander, was jeglichen Umsatz verhinderte.

Die Portfoliotheorie nach Markowitz stand in der Krise ernsthaft in Frage

Die Korrelationen fast sämtlicher Anlageklassen liefen zusammen und schienen damit eine wesentliche Grundlage der Portfoliotheorie in Frage zu stellen. Auch wenn Harry M. Markowitz sich glücklicherweise noch unter uns befindet, wurde seine nobelpreisgekrönte Portfoliotheorie von einigen Experten bereits zu Grabe getragen. Außer Staatsanleihen, Cash und einigen wenigen Absolut-Return-Ansätzen lieferte 2008 jede Anlageklasse durchweg Verluste. Mit etwas Zeitverzögerung verloren selbst die als krisensicher geltenden Luxusgüter wie Diamanten, Oldtimer, Yachten und Kunstwerke zweistellig an Wert.

Entwicklung der Anlageklassen	
Schiffe	-81%
Rohstoffe	-47%
Aktien	-41%
High Yield Bonds	-32%
Hedge Fonds	-21%
Private Equity	-21%
Corporate Bonds	-9%

Quelle: Berenberg Private Capital GmbH

Entscheidend ist immer, dass Risiko durch angemessene Prämien bezahlt wird

### Wird Risiko ausreichend bezahlt?

Letzlich haben so die beiden Krisenjahre 2002 und 2008 gravierende Spuren in der Anlegerseele hinterlassen. Eine zunehmende Anzahl von Investoren stellt sich nun die Grundsatzfrage, ob das Auf und Ab an der Börse überhaupt zu einem annehmbaren Anlageergebnis führt oder ob man nur noch in „sichere“ Kapitalanlagen investieren sollte.

Spielen wir diese Grundannahme einmal durch und unterstellen, dass Staatsanleihen (USA, Deutschland, England, Kanada, Frankreich, Japan) grundsätzlich „sicher“ sind. Da die beste Orientierung für die Zukunft immer noch die Vergangenheit ist, hilft ein möglichst langer

Betrachtungszeitraum zur Orientierung. Dazu nehmen wir die in Fachkreisen anerkannte Studie der drei Finanzprofessoren *Dimson, Marsh* und *Staunton*, die den langfristigen Anlageerfolg von US-Aktien und Anleihen in den letzten 109 Jahre (1900-2008) wissenschaftlich untersucht haben.

In diese Zeit fallen bekanntlich zwei Weltkriege, einige weitere Kriege, die Große Depression von 1929-1932, die Ölkrise, der 1987-er Aktien-crash, die Asienkrise, der Internet-Hype, der 11. September 2001 und die aktuelle Finanzkrise. Das sollte einen realistischen Querschnitt mit vielfältigen Risiken und reichlich negativen Epochen abbilden. Das Ergebnis: US-Aktien rentierten mit 5,9% p.a. (nach Inflation), langfristige US-Staatsanleihen warfen nach Inflation 2,1% p.a. ab und die Rendite kurzfristiger US-Staatspapiere lag nach Inflation bei jährlich 1,0%. Umgerechnet auf einen kürzeren Anlagehorizont von 40 Jahren wurden aus 1 US-Dollar bei Aktien 10 US-Dollar, bei Langläufer-Bonds aus den USA 2,3 und bei Kurzläufern 1,5 US-Dollar.

*Je größer die Zeitspanne, desto besser funktioniert die Risikostreuung*

## Inflation schleicht sich immer ein

Neben dem Renditeaspekt müssen wir zusätzlich konstatieren, dass auch vermeintlich „sichere“ Anlagen, wie Anleihen, in besonderem Maße dem Inflationsrisiko und dem Insolvenzrisiko unterliegen. So haben z.B. deutsche Anleihegläubiger 1923 und 1948 alles bzw. fast alles (-83%) verloren. Damit haben sie weitaus höhere Verluste erlitten als Aktionäre. Wenn man das schleichende und versteckte Risiko der Inflation sowie zusätzlich die beträchtlichen Wertschwankungen berücksichtigt, die Anleihen aufgrund ihres Zinsänderungsrisikos aufweisen, dann erscheinen die sogenannten „sicheren“ Staatsanleihen weniger attraktiv, als viele Anleger annehmen. Unter diesen Risikogesichtspunkten stellt eine „klassische“ Portfoliogewichtung von 70% Anleihen und 30% Aktien – langfristig gesehen – ein unglaublich hohes und unvertretbares Klumpenrisiko dar.

*Aber: Je länger die Zeit, desto größer ist auch die wertzehrende Inflation*

## Was bringt die Diversifizierung?

Auch wenn der vorstehende Beweis für die Belohnung von Risiken durch die Erzielung höherer Aktien-Renditen schlüssig ist, bleibt noch das „gefühlte“ Ergebnis, dass sich Diversifizierung in Krisenjahren nicht lohnt und möglicherweise grundsätzlich in Frage gestellt werden muss. Prüfen wir also anhand eines „klassischen“ Portfolios mit 70% Anleihen und 30% Aktien. Das vergleichen wir mit einem breit diver-

sifizierten Portfolio, das aus 30% Anleihen, 15% Aktien, 25% Immobilien, 10% Real Assets, 15% alternativen Investments (Private Equity, Rohstoffe, Hedge Fonds, Schiffe) und 5% Cash besteht.

*Ein Ausrutscher? Im Jahr 2008 hat Diversifizierung vollständig versagt*

Das „klassische“ Portfolio verlor im Jahr 2008 gut 7,79% bei einer Volatilität von 5,78%. Das breit diversifizierte Portfolio lag mit 7,59% im Minus, bei einer Volatilität von 5,14%. Die intuitive Erwartung wurde bestätigt, dass die Di-

versifizierung im Jahr 2008 kurzfristig nur einen geringen Mehrwert gebracht hat. Anders sieht es im 10-Jahresvergleich aus. Hier erzielt das breit diversifizierte Portfolio eine

deutlich bessere Rendite bei geringerer Volatilität und beweist damit seine Überlegenheit bei einem langfristigen Betrachtungszeitraum.

### Performance im Vergleich

	Klassisch 70/30	Diversifiziertes Depot
Rendite	3,84%	5,47%
Volatilität	4,53	2,87

*Quelle: Berenberg Private Capital GmbH*

### Korrelationen zwischen Assetklassen

*Diversifikation funktioniert, wenn das Depot richtig zusammengesetzt ist*

Der Erfolg der Diversifizierung beruht auf der richtigen Zusammensetzung von möglichst wenig korrelierten Anlageklassen. Nur wenn sich nun Korrelationen vieler Assetklassen wirklich dauerhaft erhöhten, wäre das stärkste Argument für die Diversifizierung obsolet. Strategisch ist insbesondere wichtig, langfristig nicht miteinander korrelierende Anlageklassen zu finden. Dann kann auch darüber hinweg gesehen werden, dass Diversifizierung kurzfristig "nicht funktioniert".

So zeigt sich z. B. bei der Betrachtung der 10-jährigen Korrelation des MSCI World mit dem GSCI Rohstoffindex, dass es kaum einen Gleichlauf der beide Assetklassen gibt. Kurzfristig sieht das allerdings anders aus. Die kurzfristige (1-jährige) Korrelation zeigt weitaus größere Ausschläge sowohl in positiver als auch in negativer Richtung. Dennoch bleibt festzuhalten, dass Rohstoffe langfristig gut zur Diversifizierung beitragen.

Interessant ist ein Blick auf die langfristige Korrelationen zwischen dem breiten MSCI World (Aktien) und dem HFRI Hedge Fund Index. Dabei wird erkennbar, dass sowohl der kurz- als auch der langfristige Trend in den letzten Jahren auf eine tendenziell steigende Korrelation hindeutet. Schlussfolgerung: Hedgefonds eignen sich immer weniger zur Diversifizierung für Aktien.

Die Korrelation DAX versus Rentenindex REX zeigt einen klaren langfristigen Trend in Richtung negativer Korrelation. Das haben wir auch in der Praxis in den letzten Krisen erleben dürfen. Staatsanleihen sind der „Safe Haven“ und erfüllen damit perfekt ihre Rolle als negativ korrelierende Assetklasse.

An diesen drei Beispielen können wir erkennen, dass es langfristige Veränderungen und Trendwechsel von Korrelationen geben kann. Kurzfristige Korrelationen sind nicht zu prognostizieren und helfen bei der strategischen Portfoliokonstruktion nicht. Das kurzzeitige Vorhandensein hoher Korrelationen in Krisen ist daher kein Beweis für die Untauglichkeit der Diversifizierung.

*Wichtige Erkenntnis der Profis: Auch Korrelationen können sich ändern*

## Diversifizierung bleibt Erfolgsfaktor

Wir hatten eine Definition von Diversifizierung gegeben, die sich nur auf den Zusammenhang von Rendite und Risiko bezieht. In der Praxis ist der Begriff weiter gefasst. *Markowitz* hat es so formuliert: "Ein gutes Portfolio ist mehr als eine lange Liste von Wertpapieren. Es ist eine ausbalancierte Einheit, die dem Investor gleichermaßen Chance und Absicherung unter einer Vielzahl von möglichen zukünftigen Entwicklungen bietet. Der Anleger sollte daher auf ein integriertes Portfolio hinarbeiten, das seinen individuellen Erfordernissen Rechnung trägt."

Diese individuellen Erfordernisse können Risikoneigung, Anlagehorizont, Ertrags- Liquiditätserwartungen, steuerliche und rechtliche Restriktionen sein. Wenn wir aber den allgemein gehaltenen Passus „unter einer Vielzahl von möglichen Entwicklungen“ wörtlich nehmen, werden bereits die Grenzen der Diversifizierung aufgezeigt. Wie soll eine Vertrauenskrise, in der Banken sich untereinander kein Geld leihen, oder eine Liquiditätskrise, in der AAA-geratete Papiere keinen Käufer finden, in ein Allokationsmodell integriert werden? Es bleibt leider unmöglich, alle denkbaren Krisen zu berücksichtigen – die „undenkbaren“ ohnehin nicht.

*Extremsituationen: Alle Modelle versagen, weil sie für Normalität gemacht sind*

Letztlich gibt es aber keine sinnvolle Alternative zur Diversifizierung. Dennoch gibt es Kapitalmarktsituationen, wie die nach der Lehman-Pleite, in denen sie versagt. Aber: In Extrem-Situationen funktionieren Modelle und Strategien ohnehin selten. Fakt ist auch, dass die Diversifizierung nie „versprochen“ hat, grundsätzlich Verluste zu vermeiden. Dennoch funktioniert Diversifizierung in mehr als 99% aller Anlagezeiträume. Allerdings gibt es einiges Potenzial, wie man sich auf zukünftige Krisen besser einstellen kann.

## Lehren für die Zukunft

*Kein neues Patentrezept nach der Krise verfügbar*

Leider gibt es auch nach dieser Krise 2008/09 kein Rezept für eine ideale Portfoliozusammensetzung, die adäquate Ertrags Erwartungen aufweist und gleichzeitig das Ausbleiben von Verlusten garantiert. Dennoch trägt ein ganzes Bündel von Erkenntnissen dazu bei, zukünftig viel besser auf Krisen an den Finanzmärkten vorbereitet zu sein.

Erste Erkenntnis und am Wichtigsten: mehr Diversifizierung. Das Spektrum der Anlageklassen sollte konsequent um unkorrelierte Anlageklassen erweitert werden. Sofern Assetklassen andere Risiko- und/oder Renditemerkmale oder andere ökonomische Erfolgsparameter aufweisen, kann eine Überdiversifizierung auf Assetklassenebene faktisch nicht auftreten. Die Grenze mag hier eher bei dem zur Verfügung stehenden Kapital des Anlegers als bei der Anzahl der verschiedenen Assetklassen liegen.

### Klima-Investments und Katastrophen-Anleihen interessant

*Es gibt eben keine Anlageklasse, die nicht mit der Marktlage korreliert*

Schwierig wird es, konkrete Anlagemöglichkeiten zu finden, die wenig mit der allgemeinen ökonomischen Marktlage zu tun haben. Geeignet sind Investments, deren Erfolg z.B. von demographischen Trends oder vom Lebensalter abhängt. Ebenso sind klimabezogene Investments (Katastrophenanleihen) höchst interessant. Sie entwickeln sich unabhängig von ökonomischen Faktoren und sind langfristig nicht prognostizierbar. Auch Microfinance bietet sich als guter „Diversifizierer“ an. Aus dem Infrastrukturbereich sind Wasser- und Stromleitungssysteme sehr geeignet. So kann durch Erweiterung des Anlagespektrums das Risiko gesenkt und die Rendite konstant gehalten werden.

Zweite Erkenntnis: "Kaufen und schlafen legen" à la *Kostolany* (Buy and Hold) funktioniert nur bei sehr langem Anlagehorizont. Außerdem sind wegen der zwischenzeitlichen Schwankungen gute Nerven nötig. Warum? Betrachten wir zunächst exemplarisch den 10-Jahres-Zeitraum für Aktien. „Buy and Hold“ mit dem MSCI World und dem DAX hätten in den letzten 10 Jahren zu einem Vermögensverlust geführt. Dagegen hat sich der MSCI Emerging Markets, trotz starken Kurseinbruchs 2008, aufgrund des hohen Nachholpotenzials deutlich besser entwickelt. Im 15-Jahreszeitraum sieht es insgesamt schon viel besser aus. Hier entwickeln sich alle Indices gut, wenn auch in unterschiedlicher Höhe.

Generell gilt für alle Assetklassen, dass die fundamentalen Rahmenbedingungen, die auf Anlageklassen wirken, im etwa jährlichen Turnus

analysiert und mit der Bewertung der Anlageklasse abgeglichen werden müssen. Wo befindet sich die Anlageklasse im Zyklus zwischen Boom und Bust? Wie sind die Gewinne im historischen Verlauf einzuordnen? Passen Inflationsszenario und Zinsumfeld zusammen? Gibt es Extrem-Abweichungen, muss die taktische Anpassung von strategischen Quoten gravierend sein, um spürbare Ergebnissen zu haben.

## Erkenntnis eines schwarzen Schwans

*Nassim N. Taleb* schreibt in seinem lesenswerten Buch „Der Schwarze Schwan“ über die Nicht-Vorhersehbarkeit von Extremereignissen und darüber, dass diese Ereignisse öfter auftreten, als die Mathematik „erlaubt“. Insofern gilt es, seine Anlagestrategie nicht nur nach Plausibilitäten (Wahrscheinlichkeiten) auszurichten, sondern nach dem Schaden, der entstehen kann. Pauschal kann man daraus z.B. ableiten, dass jede Klumpenbildung und Einseitigkeit vermieden werden muss.

*Extremsituationen lassen sich nicht vorhersehen und sind häufiger als gedacht*

Dritte Erkenntnis: Aktives und passives Management sollten kombiniert werden. Bei einigen Anlageklassen kann durch eine gute Managerauswahl ein Mehrwert geschaffen werden. Andere eignen sich besser als passives Investment. Eine Vielzahl von Studien beweist, dass es weniger als 20% aller Manager gelingt, den Markt dauerhaft zu schlagen. Insbesondere in den Assetklassen Private Equity, Real Estate und Absolute Return macht sich dabei eine gute Managerauswahl bezahlt. In gut analysierten Märkten wie Staatsanleihen und Standardaktien ist dagegen ein Indexinvestment die bessere Wahl.

Vierte Erkenntnis: Liquide und nicht liquide Anlagen müssen kombiniert werden. Liquidität in Form von Barmitteln wirkt wie eine Renditebremse auf das Portfolio und sollte nicht länger als nötig gehalten werden. Bei einem längeren Zeithorizont ist sie ein riskanter Vermögenswert. Das klingt zunächst paradox. Doch unter Berücksichtigung der Opportunitätskosten verhindert eine dauerhafte und hohe Liquiditätshaltung das Erreichen des Renditeziels.

*Immer beweglich bleiben: Auf den Liquiditätsmix kommt es entscheidend an*

Das Problem ist: Anleger haben oftmals einen Faible für liquide Kapitalanlagen wie Aktien, die sie Private Equity, also den nicht börsennotierten Unternehmensbeteiligungen, vorziehen (Liquiditätspräferenztheorie). Aber, Liquidität verflüchtigt sich tendenziell dann, wenn sie am meisten benötigt wird. Dazu bedarf es nur der Analyse verschiedener crashartiger Kurseinbrüche an den Aktienmärkten (1987, 11. September), als zeitweise weder die Ressourcen noch die Bereitschaft bestand, den Verkaufsansturm am Aktienmarkt zu bedienen.



Zudem bauen liquide Anlagen in Krisenzeiten extreme Volatilitäten auf. So belief sich z.B. nach *Lehman* (15.09.2008) bis Ende Mai 2009 (175 Börsentage) die durchschnittliche Tagesschwankung der Allianz-Aktie auf sage und schreibe 6,85%. An 27 Tagen betrug die Schwankung mehr als 10%, die Höchsttagesschwankung betrug knapp 22%. Im gleichen Zeitraum ein Jahr zuvor betrug die durchschnittliche Schwankung lediglich 2,72%. Und nur an einem Börsentag betrug die Schwankung mehr als 10%.

## Sachwerte: Spekulanten außen vor

*Es sollte immer einen strategischen und einen taktischen Portfolioteil geben*

Es ist offenkundig, dass private Märkte Informationsvorteile für den versierten Kenner bieten, von denen man bei angemessen langer Haltdauer des Investments profitieren kann. Private Märkte sind von Gerüchten und „Noise“ kaum berührt. Schon aufgrund der vergleichsweise hohen Transaktionskosten gibt es keine Kurzfristspekulanten. Im Vorfeld der Portfolioallokation sollten Anleger darum bereits eine grundsätzliche Aufteilung vornehmen und den Anteil am Portfolio bestimmen, der wirklich langfristig zur Verfügung steht und damit in illiquiden (privaten) Märkten angelegt werden kann. Dabei erleichtert ein Finanzplan die Steuerung des Vermögens. Viele dieser illiquiden Vermögenswerte sind Sachwerte, wie z.B. Immobilien. Der Sachwert bezeichnet den Gebrauchswert von Wirtschaftsgütern, der unabhängig von Geldwertschwankungen ist. Damit muss der Sachwert nicht mit dem Marktwert identisch sein.

*Realwerte und monetäre Werte müssen ausgewogen bleiben*

Andere Vermögenswerte sind letztlich Zahlungsverprechen, stellen also einen monetären Wert dar. Ihr Wert beruht auf dem Vertrauen, dass das Zahlungsverprechen in Form von Zins und Rückzahlung eingelöst wird. Alle weltweit ausstehenden Derivate beliefen sich Ende 2008 laut BIZ auf 592 Billionen US-Dollar und haben sich damit seit 2000 versechsfacht. Alle anderen Vermögenswerte weltweit (Anleihen, Aktien, Immobilien, Infrastrukturanlagen, Ackerland, Wald, Hedgefonds, Private Equity) machen nach Schätzungen nur knapp 190 Billionen US-Dollar aus. Davon sind mit geschätzten 80 Billionen US-Dollar Anleihen fast die Hälfte. Verständlich, dass sich Anleger vermehrt für endliche Sachwerte wie Immobilien und nicht vermehrbare Werte wie Grund und Boden interessieren. Hier besteht das Urvertrauen, dass der Investition auch ein echter und verständlicher Vermögenswert gegenübersteht, der alle Krisen übersteht wird.

Fünfte Erkenntnis: Risiko muss entsprechende Prämien verdienen. Die Renditeaufschläge (Spreads) bei riskanteren Anlagen müssen sich

lohnend und das erhöhte Risiko widerspiegeln. Als Beispiel dienen hier die High Yield Bonds in Europa. Mitte 2005 bis Mitte 2007 war das Risiko zu niedrig gepreist mit dann entsprechend großem negativen Überraschungseffekt. Dagegen waren insbesondere zum Jahresanfang 2009 wieder ordentliche Risikoprämien zu verdienen. Strategisch wichtige Erkenntnis: Wenn Risiko nicht unmittelbar sichtbar ist, bedeutet es nicht, dass es nicht vorhanden ist.

Sechste Erkenntnis: Fremdkapital muss mit Bedacht eingesetzt werden. Ein Hebel (Leverage) ist zwar per se weder gut noch schlecht. In Zeiten sich abzeichnender Inflation ist es sogar eine gute Strategie, Fremdkapital aufzunehmen. Nur sollte die Zinsbindung in etwa fristenkongruent mit dem zugrunde liegenden Wert verlaufen. Und zum Zeitpunkt der Fälligkeit sollten Investoren grundsätzlich in der Lage sein, dieses zurückzahlen zu können. Fremdkapital sollte unter Spekulationsgesichtspunkten nur aufgenommen werden, wer es sich leisten kann und gegebenenfalls andere Teile seines Portfolios weniger riskant anlegt. Wer „nur“ seine Kapitalbasis verbreitern will, um eine noch höhere Rendite auf das Gesamtportfolio zu erzielen, investiert zu riskant.

*Es darf auch gehandelt werden, nur das Maß muss stimmen*

Letzte Erkenntnis: permanent ausbalancieren. Anleger müssen darauf achten, dass sich ihre Portfolioallokation nicht durch das Auf und Ab des Marktes verschieben. In der Krise ändern sich die Risiko- und Ertragseigenschaften des Portfolios auf unvorhersehbare Art und im Erholungsfall profitiert das Portfolio ohne das Ausbalancieren nur unterproportional. Konkret bedeutet das, dass in einer Krisensituation – entgegen der ersten Intuition – Aktienbestände aufgrund der Kursverluste aufgebaut und Renten abgebaut werden müssten.

## Von alten und kühnen Piloten

Einseitige Portfolioausrichtungen sind gefährlich. Ein Sprichwort sagt treffend: „Es gibt alte Piloten und es gibt kühne Piloten. Aber es gibt keine alten, kühnen Piloten.“ Übertragen heißt das: Wenige extreme Ereignisse können das langfristige Anlageergebnis überproportional beeinflussen. Diversifizierung bleibt aber ein valides Instrument des Riskomanagements. Trotz Schwächen in Extremfällen gibt es zur Diversifizierung keine Alternative. Ein professionell diversifiziertes Portfolio erzielt langfristig im Ergebnis ein besseres Chancen-Risiko-Verhältnis als ein intuitiv zusammengestelltes und wenig diversifiziertes. Um es mit den Worten des Griechen *Perikles* (450 v. Chr.) zu sagen: „Es kommt nicht darauf an, die Zukunft richtig vorherzusagen, sondern auf sie vorbereitet zu sein.“

*Mit Diversifikation richtig auf die Zukunft vorbereitet sein*