



Nie in Kuhmist diversifizieren

Pirmin Hotz

Harry Markowitz würde sich im Grab umdrehen: Seine Portfoliotheorie wird oft missbraucht.

Ende Juni ist der amerikanische Wirtschaftswissenschaftler Harry Markowitz im Alter von 95 Jahren in San Diego verstorben. Der Begründer der modernen Portfoliotheorie hat Bahnbrechendes für die Geldanlage geleistet. Obwohl seine Arbeiten, welche die Finanzwelt vor rund siebzig Jahren revolutionierten, aktueller sind denn je, werden seine Erkenntnisse von einer breiten Anlegerschaft ignoriert, abgelehnt oder zumindest falsch verstanden.

Markowitz wies nach, dass Diversifikation in der Wertpapieranlage das Mass aller Dinge ist. Auf Aktien übertragen heisst dies, dass ein Portfolio, das aus einem einzigen oder nur wenigen Titeln besteht, bezüglich Risiko- und Renditeeigenschaften niemals optimal sein kann. Weil Aktien unterschiedlicher Unternehmen nicht perfekt korreliert sind und teilweise völlig unterschiedliche Entwicklungen aufweisen, ergibt sich ein Risiko-diversifikationspotenzial durch Streuung des Portfolios. Markowitz unterschied zwischen dem unsystematischen Risiko, welches das titelspezifische Risiko einer einzelnen Aktie repräsentiert, und dem systematischen Risiko, das dem Gesamtmarktrisiko entspricht. Während sich das titelspezifische Risiko ganz einfach durch Diversifikation reduzieren respektive ganz eliminieren lässt, kann das Marktrisiko nicht weiter gesenkt werden, ohne dass – beispielsweise durch Absicherung – Renditeeinkommen in Kauf genommen werden müssen.

Harry Markowitz entwickelte ein mathematisches Modell, um effiziente respektive optimale Portfolios zu ermitteln. Die daraus abgeleitete Effizienzlinie weist alle Portfolios aus, die bezüglich Rendite/Risiko-Eigenschaften optimal sind. Im Jahr 1990 erhielt Markowitz für seine Arbeiten den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften.

Der enorme Praxiswert der wissenschaftlichen Erkenntnisse von Markowitz kann am Beispiel des schweizerischen Aktienmarktes einfach erklärt werden. Seine jährliche Rendite von 1926 bis 2022 betrug gemäss Pictet 7,7 Prozent, das Risiko in Form der Volatilität 20,1

Prozent. Während die Rendite des Marktes per Definition auch dem Durchschnitt der Renditen der Einzelaktien entspricht, verhält es sich – aufgrund der Korrelationseigenschaften zwischen den einzelnen Aktien – bei den Risiken anders. Alle oder zumindest fast alle Einzelaktien, die im Index enthalten sind, weisen nämlich eine Volatilität auf, die deutlich höher liegt als diejenige des Gesamtmarktes. Durch Diversifikation sinkt demnach das Schwankungsrisiko, ohne dass dabei Renditeeinkommen in Kauf genommen werden müssen. Aus portfoliotheoretischer Sicht kann Diversifikation zu Recht als einziger Free Lunch der Kapitalanlage betrachtet werden.

Indexanlage als Portfoliotheorie-Folge

Die Arbeiten von Harry Markowitz bilden die Grundlage für die Entstehung und die fulminante Entwicklung des passiven Investierens. So hat John Bogle im Jahr 1975 Vanguard gegründet, die heute zu den weltweit führenden Anbietern von Indexprodukten gehört. Insbesondere für Investorinnen und Investoren, die mit begrenztem Budget nicht in der Lage sind, mittels Direktanlagen ausreichend zu diversifizieren, sind indexorientierte und kostengünstige ETFs die perfekte Anlageform.

«Markowitz hat sich immer wieder skeptisch zu Alternativenanlagen geäussert.»

Leider wird das nicht nur wissenschaftlich lupenreine, sondern auch für Praktiker äusserst wertvolle Gedankengut von Harry Markowitz immer wieder missbraucht, um die Verkaufsbemühungen der Finanzbranche zu befeuern. So rät eine Unzahl von Experten, Bankern und Vermögensverwaltern mit dem Argument, ein Vermögen besser zu streuen und nicht alle Eier in denselben Korb zu legen, zu allen möglichen und unmöglichen Anlagekategorien. Mit dem Verweis auf angebliche portfoliotheoretische Erkenntnisse werden sodann Anlagen in Hedgefonds, Infrastruktur, Private Equity, Private Debt

und Bitcoins empfohlen. Auch Swiss Banking, die ehemalige Bankiervereinigung, empfahl im Jahr 2017 in einem aufwendigen Grundlagenpapier, aus Diversifikationsgründen stärker in Alternativenanlagen zu investieren, und berief sich dabei wiederholt auf den Nobelpreisträger Harry Markowitz.

Was Swiss Banking offenbar nicht wusste: Markowitz selbst hat sich immer wieder skeptisch zu Alternativenanlagen geäussert und würde sich wohl im Grab umdrehen, wenn er in Bitcoin oder Hedgefonds investieren müsste. Eine einfache Google-Suchanfrage verrät, dass Markowitz von Hedgefonds nichts hielt. Um es auf den Punkt zu bringen: Harry Markowitz war ein Fan der Diversifikation, dies aber ausschliesslich in Anlagekategorien, die ihm finanzökonomisch als zweckmässig erschienen – das sind vor allem Aktien und Anleihen. Markowitz hätte niemals in Kuhmist diversifiziert, nur weil dessen Wertentwicklung mit Aktien oder Anleihen tief korreliert ist.

Missbrauch zu Marketingzwecken

Die berühmte Effizienzlinie der Portfoliotheorie wird von vielen Experten und Consultants falsch interpretiert und zu Marketingzwecken missbraucht. So vergleichen sie Volatilitäten von illiquiden Anlagen wie Private Equity, Infrastruktur oder Immobilien mit denjenigen liquider Aktien, die an einer Börse gehandelt werden. Damit vergleichen sie Äpfel mit Birnen und sauren Gurken. Die Messung der Volatilität von Privatmarktanlagen ist allein deshalb unsinnig, weil es für diese naturgemäss keine Börsenkurse gibt. Die wirklichen Risiken liegen bei solchen Produkten nicht in den nicht vorhandenen Marktschwankungen, sondern in der Intransparenz, Illiquidität und den horrenden Kosten, welche die Renditen erheblich schmälern. Es ist deshalb kein Zufall, dass während der Finanzkrise die modellhaft berechneten Risiken und Korrelationen von Mortgage-Backed Securities (MBS) regelrecht explodiert sind.

Markowitz hat sich oft darüber geärgert, wenn Praktiker sein Modell missbrauchten, um ein scheinbar optimales Portfolio zu «beweisen». Fast nach Belieben werden subjektive Renditeerwartungen für Produkte aller Art in einen Optimierer gestopft, bis dieser ein gewünschtes Portfolio ausspuckt. Auf der «Effizienz-

linie» liegen dann vermeintlich optimierte Portfolios, die nichts anderes als die subjektiven, völlig unsicheren Renditeerwartungen des Anwenders reflektieren. «Garbage in – garbage out» ist die logische Folge. Viele Anwender von Portfoliooptimierungsmodellen haben schlicht keine Ahnung, wie diese in Einklang mit der Portfoliotheorie funktionieren. So negieren sie insbesondere die von Harry Markowitz unterstellte Effizienz der Märkte, die uns Bescheidenheit im Umgang mit unserer Prognosefähigkeit lehrt.

Märkte sind effizienter denn je

Einige Experten stellen sich auf den Standpunkt, die Märkte seien nicht effizient, sonst würde es nicht immer wieder zu Blasen und irrationalen Übertreibungen kommen. Sie irren.

Zwar ist völlig richtig, dass es immer wieder Blasen und Herdentriebefekte gibt. Die grosse Schwierigkeit liegt nun aber darin, diese frühzeitig und systematisch – also nicht rein zufällig – zu erkennen. Blasen können lange anhalten, bis sie platzen. Und wenn sie schliesslich platzen, ist für die selbsternannten Gurus und notorischen Untergangsapologeten im Nachhinein immer alles klar – sie haben es natürlich längst vorausgesehen.

Wären die Märkte tatsächlich nicht effizient, wären Blasen und Fehlbewertungen von Profis frühzeitig erkennbar, und sie würden sie zu ihrem eigenen Profit ausnutzen. Exakt dieses Ziel verfolgen Hedgefonds.

Wer aber den Leistungsausweis dieser aktivistischen Finanzartisten über die lange Frist betrachtet, ist mehr als ernüchtert. Ausser Spesen nichts gewesen, lautet das desillusionierende Fazit, das die wissenschaftlichen Erkenntnisse von Harry Markowitz perfekt untermauert. Wer in einer schnelllebigen Welt, in der neue Informationen mittels Bloomberg, Reuters, Swissquote, Twitter oder Hochfrequenzhandel in Windeseile in die Welt getragen werden, behauptet, die Märkte seien nicht effizient, ist ignorant und überschätzt seine Fähigkeiten systematisch. Das Gedankengut von Harry Markowitz lebt – mehr denn je.