



FONDSVERTRIEB

DER INVESTMENTSPEZIALIST FÜR VERSICHERUNGSPARTNER

# FOKUS: DER OMEGAFAKTOR DER KAPITAL- ANLAGE

OKTOBER 2010



# Inhalt

Abschied von „Goldlöffchen“	3
Auf dem Weg in die „Neue Normalität“	4
Abschied vom „Homo oeconomicus“ ...	5
... heißt Abschied von perfekten Märkten	5
Schwäne sind nicht (nur) weiß	6
Investieren von Alpha bis Omega	6
Der Omegafaktor der Kapitalanlage	7
FondsEcke	7
Literatur zur Vertiefung	7



# DER OMEGAFAKTOR DER KAPITALANLAGE.

Wir bewegen uns in der schönen heilen Welt des „Goldlöffchen-Szenarios“: Wachstum ist unbegrenzt, Inflation findet nicht statt und auf perfekten Märkten handeln rationale Anleger fair gepreiste Wertpapiere miteinander. Risiko entwickelt sich gemäß der Gauß'schen Normalverteilung und ist – mit entsprechender Rechnerleistung – kontrollierbar. Nun, handelt es sich dabei um Tatsachen oder Glaubensdogmen? Ein Essay.

Spätestens die Finanzmarktkrise zeigt, so einfach ist die Welt dann doch nicht. Beispiel: Der Absturz europäischer Unternehmensanleihen schlechter Bonität von ca. 24% im September/Oktober 2008. Dies war ein Ereignis, das nach den Gesetzen des großen deutschen Mathematikers Gauß nur alle 247 Millionen Jahre vorkommen sollte, so die Berechnungen von risklab. Wie schnell doch die Zeit vergeht.

Die größte Chance der Finanzmarktkrise besteht offensichtlich im Umdenken, besteht in der Abkehr von lieb gewonnenen Denkschemata. Umdenken – und das „radikal“, also von der „Wurzel“ her.

## Abschied von „Goldlöffchen“

Sind wir nicht alle noch Kinder der „Goldlöffchen“? Kinder einer Zeit, in der es zuring wie in dem britischen Märchen „Goldilocks“, in dem immer alles passt? Das Wachstum treibt die Unternehmensgewinne und Aktienkurse, überhitzt aber nicht. D. h. Inflation ist kein Thema und die Anleihenrenditen gehen zurück oder bleiben zumindest stabil. Die „TMT“-Bubble erscheint dabei nur wie ein Unfall, der schnell wieder korrigiert werden konnte. Sie hatte wenig realökonomische Auswirkungen und bestand **im Wesentlichen** aus einer Überhitzung der Aktienmärkte aufgrund einer zu üppigen Liquidität – besonders bei Technologie-, Medien- und Telekomwerten. So waren die Furchen, welche diese Krise zog, nicht allzu tief.

Deutlich einschneidender hingegen sind die Folgen der Finanzmarktkrise. Der Absturz des US-amerikanischen Wohnimmobilienmarktes, der über faule (verbriefte) Kreditpakete bei den Banken zum globalen Phänomen wurde, war nur der Auslöser, nicht aber die Ursache der Krise.

Die Ursachen sind spätestens in den frühen 1990ern zu finden:

- > Anfang der 1990er Jahre beginnt in Japan die Politik des billigen Geldes – als Versuch, die auf die japanische Immobili-

enkrise folgende Deflation mit einer Hochdruckliquiditätsvergabe an das Bankensystem zu bekämpfen.

- > In dieser Phase macht sich der damalige amerikanische Präsident Bill Clinton daran, den privaten Wohnungsbau zu fördern.
- > Das Rendite suchende, billige Geld aus Japan schwappt nach Asien und verursacht – verstärkt durch damals überwiegend starre Wechselkurse – die Asienkrise.
- > Der „Greenspan-Put“ greift. Die Märkte ziehen daraus für sich die Lehre: Wenn es an den Finanzmärkten eng wird, steuert die Fed mit Zinssenkungen gegen, um durch Liquiditätsvergabe zu stabilisieren.
- > Die sich aufbauende Blase wird nicht zum Platzen gebracht, sondern durch Spielen auf Zeit vor sich her getrieben und dadurch größer.
- > Neue Finanzierungsmethoden, welche die Risiken schlechter Bonität weg zu diversifizieren versprechen, fördern – mit Rendite suchender Liquidität als Treibsatz – den Wohnungsboom.
- > Gleichzeitig strömt Kapital aus Japan und China in die USA (der feste Wechselkurs Yuan – Dollar erleichtert dies noch). Das führt zum, vom damaligen US-Notenbankchef Alan Greenspan so benannten, „Rendite-Rätsel“: niedrige Renditen trotz starken Wachstums und steigender Aktienkurse.
- > Die ausländischen Kapitalzuflüsse und die leichte Verfügbarkeit von Krediten für den Konsum, z. B. auch durch die Beleihung von Wohnungen, lassen die amerikanische Sparquote gegen oder sogar unter Null sinken und bauen das Leistungsbilanzdefizit der USA auf.

Die Welt lebt mit globalen Ungleichgewichten, „Goldlöffchen“ lebt auf Pump. Die Finanzmarktkrise, die mit dem Bankrott der amerikanischen Bank Lehman Brothers im Herbst 2008 ihren Höhepunkt fand, bringt die Blase gewaltsam zum Platzen. Aber wieder greift der „Greenspan-Put“ – mittlerweile gezogen von US-Notenbankchef Ben Bernanke – und der britische Ökonom John Maynard Keynes feiert rund um den Globus sein Comeback. Fiskalpakete von weltweit über zwei Billionen US-Dollar werden geschnürt. Es gilt ein „1929, Teil II“ zu verhindern.

Die Lehre daraus: Das Goldlückchen-Szenario, in dem der Brei immer die richtige Temperatur hat und nie zu salzig oder zu süß ist, dürfte ein Ende haben. Wir sind auf dem Weg in die „Neue Normalität“.

## Auf dem Weg in die „Neue Normalität“

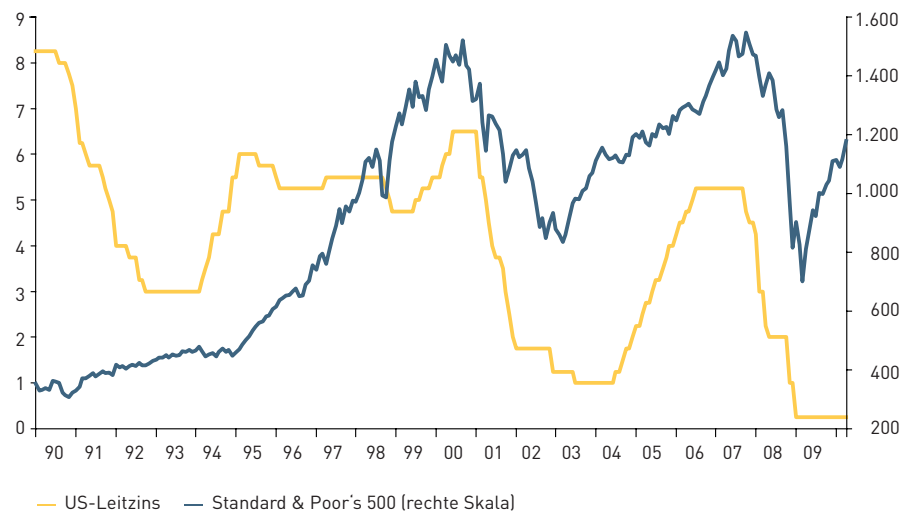
Wie sieht dieser Weg vor uns aber aus? Damit sich die Fehler der Vergangenheit nicht wiederholen, muss dies mittel-/langfristig ein Weg zurück zum Gleichgewicht sein.

Zum Gleichgewicht bei

- > den Leistungsbilanzen,
- > den Staatshaushalten,
- > der Ersparnis bzw. dem Konsum der Privaten.

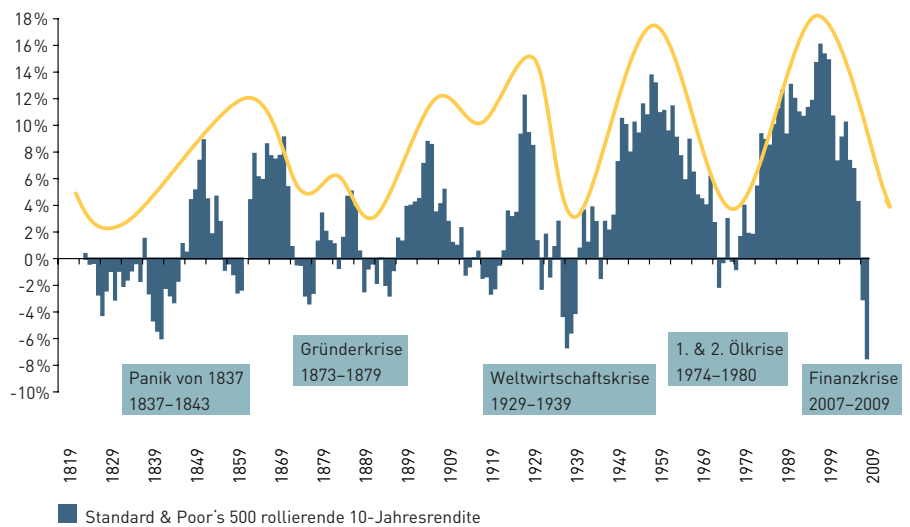
In aller Konsequenz muss dies, je mehr der auf die Krise einsetzende Gesundungsprozess voran schreitet, zu einem Abbau der Fiskaldefizite und der Zentralbankliquidität führen. Geringere Liquidität, höhere Zinsen und weniger Konsum auf Kredit dürften die Folgen sein. Gleichzeitig ist zu erwarten, dass im Kontext der G 20 neue Spielregeln an den Kapitalmärkten eingeführt werden. Folge davon ist ein Mehr an Risikokontrolle und damit ein Weniger an Kreditvergabe. In der Konsequenz heißt das: geringeres, dafür aber solideres Wachstum in den Industriestaaten.

**Schaubild 1: Der „Greenspan-Put“ – S&P 500 und Leitzins der Fed**



Quelle: Datastream; Berechnungen: Kapitalmarktanalyse

**Schaubild 2: Die Geschichte der Finanzmärkte auch die Geschichte der Finanzmarktkrisen.**



Quelle: Datastream; Berechnungen: Kapitalmarktanalyse

## Abschied vom „Homo oeconomicus“ ...

Wirtschaftssubjekte, und Anleger allzumal, handeln rational. Sie trachten danach, frei von Emotionen, ihren Nutzen zu maximieren. So das vorherrschende Denkkonstrukt des „Homo oeconomicus“.

Richtig ist sicher: Menschen handeln auch rational, aber eben nicht nur. Schon der evolutionäre Aufbau unseres Gehirns, in dem Emotionen auf kühle Überlegungen treffen, spricht gegen diese Grundannahme der gängigen Lehre. Wir sind Menschen, keine „Vulkanier“. Kein Mister Spock vom Raumschiff Enterprise.

Die Finanzmarktkrise zeigt eine ganze Serie an Verhaltensmustern, sogenannten „Anomalien“, wie wir sie aus der Lehre des **„Behavioral Finance“** kennen. Anomalien, die gegen die Grundannahme rationalen Verhaltens verstoßen.

Zu nennen sind hier der Herdentrieb oder die Selbstüberschätzung, die uns glauben lässt, Entwicklungen kontrollieren zu können, die sich unserer Kontrolle entziehen. Weiteres Beispiel ist auch der „Hindsight Bias“ – die „Hinterher-sind-wir-alle-klüger-Haltung“, die uns im Nachhinein annehmen lässt, wir hätten die Krise ja schon kommen sehen.

## ... heißt Abschied von perfekten Märkten

Wie aber können Märkte perfekt sein, wenn die Marktteilnehmer nicht rein rational handeln? Ein Widerspruch, der sich nicht auflösen lässt. Die Perfekte-Markt-Hypothese ist eine Krücke, die uns bestenfalls humpeln lässt.

Das wird auch bei einer weiteren Grundannahme deutlich, auf der die Theorie des perfekten Marktes basiert: die Informationseffizienz. Sie geht je nach Ausprägung davon aus, dass alle Informationen bekannt und bereits in den Kursen enthalten sind. Im Falle dieser vollständigen Informationseffizienz wäre durch fundamentale Analyse keine Outperformance möglich.

Alle Informationen wären zum gleichen Zeitpunkt bekannt, würden gleich bewertet und bildeten die Kurse sofort.

Wer aber analysiert in diesem Falle die Unternehmen und macht Informationen dadurch erst bewertbar? Muss derjenige, der analysiert, nicht einen Vorsprung haben, bevor sich Kurse bilden können?

Und: Wie werden Informationen verteilt und somit kursrelevant? Das ist an den Aktienmärkten, z. B. gemessen an der Zahl der Analysten, höchst unterschiedlich. Auf einen DAX-Titel kommen rund 40 Analysten, auf einen Wert des Aktienindex Shenzhen B für China hingegen nur einer.

Auch wären nach der Theorie effizienter Märkte Investmentstile obsolet. Es gibt aber sehr wohl Phasen, in denen Werte mit geringer Marktkapitalisierung („Small Caps“) gegenüber Werten mit hoher Kapitalisierung („Large Caps“) dominieren oder umgekehrt. Es gibt Perioden, in denen der Value-Stil (werthaltige Aktien) gegenüber dem Growth-Stil (Wachstumsaktien) besser abschneidet. Eine unserer Studien zeigt sogar, dass der Value-Stil, unabhängig von beobachtbaren Marktphasen, langfristig Outperformance aufzeigt.

Sicher ist: Anleger handeln nicht rein rational, Märkte sind nicht perfekt und Schwäne sind nicht (nur) weiß. Wir werden umdenken müssen.

**„Wenn Ihr einziges Werkzeug ein Hammer ist, neigen Sie dazu, jedes Problem für einen Nagel zu halten.“**

**Abraham H. Maslow**

## Schwäne sind nicht (nur) weiß

Es gibt sie, die schwarzen Schwäne, z. B. in Australien. Als die Europäer diesen Kontinent entdeckten, mussten sie sich verabschieden von ihrer alten, tradierten Erfahrung („Schwäne sind immer weiß“). Seither gelten schwarze Schwäne als Paradigma für unvorhersehbare Ereignisse, die – sobald sie auftauchen – alles ins Wanken bringen können. Nassim Taleb hat das mit seinem Bestseller „Der Schwarze Schwan“ in Erinnerung gerufen.

Die Finanzmarktkrise ist so ein schwarzer Schwan, die TMT-Bubble, der Schwarze Freitag 1929, ... Schwarze Schwäne treten häufiger auf, als man denkt und als die Normalverteilung vermuten lässt. Diese blendet sogenannte „Fat Tail Risks“ (extreme Risiken, die außerhalb der Standardabweichung um den Erwartungswert liegen) bei den erwarteten Kursveränderungen weitestgehend aus. Ein Fehler. Wer nach der Normalverteilungsannahme seine Risiken steuert, rechnet mit einem Crash, wie er im September/Oktober 2008 bei den europäischen Unternehmensanleihen schlechter Bonität vorkam, nur alle 247 Millionen Jahre. Auch der zeitgleiche Absturz des S&P 500 käme so betrachtet nur alle ca. 600.000 Jahre vor. Wie schnell doch die Zeit vergeht. Dabei ist die Geschichte der Finanzmärkte auch die Geschichte der Finanzmarktkrisen.

Die Kapitalmärkte scheinen genauso wenig das Muster der Glockenkurve aufzuzeigen, wie sie dazu neigen, zwischen einzelnen Wertpapieren oder Vermögensklassen stabile Korrelationen aufzuweisen. Im Gegenteil: Wie u. a. risklab aufgezeigt hat, sind Korrelationen eben nicht stabil. Gerade dann, wenn niedrige oder negative Korrelationen zwischen den Vermögensklassen – Stichwort: Diversifikationseffekt – benötigt werden, in Krisenzeiten also, laufen sie zusammen. Der erwünschte Diversifikationseffekt lässt nach.

Tragisch dabei: Die Annahmen perfekter Märkte, rationaler Marktteilnehmer, Normalverteilung etc. sind Annahmen, auf denen viele Nobelpreisträger ihre Theorien gründen. Ob Markowitz, ob Sharpe, ob Scholes, ... – große Namen, die alle ihre Spuren in den Risikomodellen und Bewertungstools hinterlassen haben.

Wie meinte doch Abraham H. Maslow, der zu den Gründervätern der Humanistischen Psychologie zählt: „Wenn Ihr einziges Werkzeug ein Hammer ist, neigen Sie dazu, jedes Problem für einen Nagel zu halten.“ Eben.

## Investieren von Alpha bis Omega



In der Gesamtbetrachtung folgt daraus für die Kapitalanlage:

1. Anleger müssen sich auf die „Neue Normalität“ des Wachstums einstellen. Rendite alleine aus Kurszuwächsen bei Aktien zu generieren, dürfte schwieriger werden. Aktives Management – Timing – ist gefragt, um aus der Volatilität Performance zu generieren.
2. **Aktives Management** selbst, die Jagd nach Alpha – also dem Renditeplus gegenüber dem Marktsegment – ist bei ineffizienten Märkten erfolgversprechend.
3. Dazu gehören stringente Investmentprozesse, die helfen, typisch menschliche Verhaltensmuster zu erkennen und auszuschalten. „Überliste Dich selbst“ ist also der Wahlspruch der Kapitalanlage.
4. Diversifikation muss vor dem Hintergrund sich verändernder Korrelationen mit neuen Augen gesehen werden. Zwar gilt es immer noch „niemals alle Eier in einen Korb“ zu legen. Aber die Körbe müssen so aufgestellt werden, dass sie nicht zur gleichen Zeit vom gleichen Laster überfahren werden können. Es geht also um die Wahl der Assetklasse. Das beginnt bei der Kombination von Anleihen und Aktien, geht weiter mit Absolute-Return-Strategien, die ein „Jenseits von Beta“ – Unabhängigkeit von der Marktschwankung – suchen.

5. „Kaufen und liegen lassen“ dürfte – den schwarzen Schwan in memoriam – kaum die optimale Strategie sein. Viel mehr werden Regeln für die Risikosteuerung benötigt, die sich der aktuellen Situation anpassen. Das kann bei einfachen Stopp-Loss-Strategien beginnen und sich mit professionellen Portfoliomanagement- und Risikosteuerungsmethoden fortsetzen. Dazu können als Portfoliomanagementlösungen „jenseits von Beta“ Vermögensverwaltungsfonds und „Managed Accounts“ ebenso gehören, wie das „Fiduciary Management“. Zu den Risikosteuerungsmethoden sind z. B. „CPPI“ („**Constant Proportion Portfolio Insurance**“) basierte Wertsicherungsstrategien zu zählen oder das „DSP“ („Dynamic Strategy Portfolio“).

## Der Omegafaktor der Kapitalanlage

Investieren in der „Neuen Normalität“ heißt also ganzheitlich investieren – von Alpha bis Omega.

Es geht darum,

- > die Marktexpertise des aktiven Managers zu nutzen und Alpha zu genießen,
- > die Risikoprämien des Marktes (Beta) zu verdienen,
- > sich (jenseits von Beta) den Marktrisiken aber nur mit einer regelgebundenen Risikokontrolle auszusetzen.
- > Das alles in einer Welt jenseits des „Goldlückchen-Szenarios“.

Es geht um den Omegafaktor der Kapitalanlage.

## FondsEcke

**PIMCO GIS GLOBAL MULTI-ASSET FUND**  
(ISIN: IE00B4YYY703; TER nv)

Die von uns genannten Fonds können sich sowohl als Portfoliobeimischung als auch als Basisallokation verstehen, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Ertrag-Risiko-Profiles des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie direkt bei Ihrem Anlageberater oder bei der ADIG Fondsvertrieb GmbH. Fällt beim Erwerb der Fondsanteile ein Ausgabeaufschlag an, wird dieser bis zu 100% vom Vertriebspartner vereinnahmt. Daneben kann die KAG aus der Verwaltungsvergütung eine laufende Vertriebsprovision an den Vertriebspartner zahlen. Im Rahmen der Anlageberatung teilt der Vertriebspartner die genaue Höhe der Vertriebsprovision und des von ihm vereinnahmten Ausgabeaufschlages mit.

TER (Total Expense Ratio): Gesamtkosten (ohne Transaktionskosten), die dem Fondsvermögen im letzten Geschäftsjahr belastet wurden.

\* Die Volatilität (Wertschwankung) der Fondsanteilspreise kann erhöht sein.

## Literatur zur Vertiefung

Anleger sind auch nur Menschen:  
„**Überliste Dich selbst**“.

Die Jagd nach Alpha: „**Aktives Management**“.

Weil Wertsicherung nicht gleich Wertsicherung ist:  
„**CPPI – dynamische Wertsicherung**“.

Alle Publikationen finden Sie direkt unter  
[www.adig.de/kapitalmarktanalyse](http://www.adig.de/kapitalmarktanalyse)



**ADIG** FONDSVERTRIEB

DER INVESTMENTSPEZIALIST FÜR VERSICHERUNGSPARTNER

#### **ADIG Fondsvertrieb GmbH**

Seidlstraße 24 – 24a  
80335 München

#### **Kapitalmarktanalyse**

Hans-Jörg Naumer (hjn),  
Dennis Nacken (dn),  
Stefan Scheurer (st)

Unsere aktuellen Studien finden Sie  
direkt unter [www.adig.de/kapitalmarktanalyse/index.html](http://www.adig.de/kapitalmarktanalyse/index.html)

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von Thomson Financial Datastream.

#### **Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft.**

Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern.

Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung.

Stand: Oktober 2010