



BILD: IHS C. MITTER

# Rendite aus dem Nichts

Durch Rebalancing wird periodisch die ursprüngliche Vermögensaufteilung wiederhergestellt. Dank der antizyklischen Strategie resultiert eine Extrarendite von 1 bis 2%. **THORSTEN HENS**

Der Grundbaustein einer Anlagestrategie ist die strategische Asset Allocation, die SAA. Damit ist die prozentuale Aufteilung des Vermögens auf Anlageklassen wie Aktien, Obligationen und alternative Anlagen gemeint. Diese Aufteilung bestimmt die wesentlichen Aspekte der Rendite relativ zu dem Risiko des Portfolios – gemessen anhand der Sharpe-Ratio, also des Quotienten aus der mittleren Rendite und der Volatilität der Renditen. Der Regulator schreibt vor, dass Finanzberater darauf achten müssen, dass die SAA dem Risikoprofil ihrer Anleger entspricht. Die SAA muss zu ihrer Risikofähigkeit, ihrer Risikotoleranz und ihrem Risikobewusstsein passen.

Im Laufe der Auf- und Abwärtsbewegungen an den Finanzmärkten können sich die Proportionen in der SAA jedoch erheblich verschieben. Um das Risikoprofil beizubehalten, sollte man dann ein Rebalancing vornehmen. Das heisst, man muss von den Anlagen, die gestiegen sind, verkaufen, und von denen, die gefallen sind, nachkaufen. Dies ist psychologisch schwierig, da Investoren geneigt sind, eher das Gegenteil zu tun: von den erfolgreichen Anlagen mehr zu kaufen und die erfolglosen abzustossen.

Die sanft antizyklische Anlagestrategie des Rebalancing lohnt sich aber langfristig. Viele empirische Studien zeigen, dass – wenn man alternative Anlagen ausser Acht lässt – eine Aufteilung von 60% in Aktien und 40% in Obligationen das höchste Rendite-Risiko-Verhältnis erzielt (vgl. Tabelle). Diese Strategie ist denn auch bei vielen institutionellen Investoren beliebt. So verfolgte zum Beispiel der norwegische Staatsfonds, kurz Ölfonds genannt, über viele Jahrzehnte im Wesentlichen eine Rebalancing-Strategie von 60 zu 40.

Auf die richtige Balance kommt es an

Grundidee des Rebalancing: Sie gehen davon aus, dass die prozentuale Aufteilung Ihres Vermögens auf verschiedene Anlagemöglichkeiten das Rendite-Risiko-Verhältnis Ihres Portfolios bestimmt. Nach Marktverwerfungen stellen Sie die prozentuale Aufteilung wieder her. Somit müssen Sie keine Beurteilung der

## Rendite und Risiko der Anlageklassen über hundert Jahre

Inflationsbereinigte Daten auf Jahresbasis von 1913 bis 2013	Obligationen	Aktien	60-40-Portfolio
Rendite in %	1,8	6,6	5,1
Volatilität in %	6,7	18,6	11,8
Sharpe-Ratio	0,2	0,3	0,4
Maximaler Verlust in %	-59,1	-78,9	-52,4

Quelle: M&B Faber Research

Marktsituation vornehmen. Sie handeln regelgebunden und sanft antizyklisch zum Markt.

## Wissenschaftliche Fundierung

Neben der Einhaltung des Risikoprofils hat die Rebalancing-Strategie aber auch attraktive Renditeeigenschaften. Mit ihr kann man langfristig den Markt schlagen, ohne etwas über den Markt zu wissen – ausser, dass er volatil ist. Der Mathematiker Larry Kelly hat 1956 die Welt mit einem einfachen Beispiel verblüfft: Man kann sein Geld auf Bargeld und eine risikobehaftete Anlage aufteilen. Um es einfach zu halten, hängt die Rendite der Letzteren von einem fairen Münzwurf ab. Falls Kopf geworfen wird, verdoppelt sich das Vermögen, falls Zahl kommt, halbiert es sich.

Da man bei einer fairen Münze erwarten muss, dass im Durchschnitt genauso häufig Kopf wie Zahl

kommt, hat das risikobehaftete Wertpapier ebenso wie die Anlage in Bargeld eine zu erwartende Rendite von null. Teilt man aber sein Vermögen 50 zu 50 auf die beiden Anlagemöglichkeiten auf und stellt diese Proportionen durch Rebalancing nach jedem Münzwurf wieder her, so kann man erwarten, dass das Portfolio pro Münzwurf eine Rendite von 5,8% abwirft. Rebalancing zaubert also Renditen aus dem Nichts.

In der Praxis schwanken risikobehaftete Anlagen weniger als in diesem Beispiel, sodass der Gewinn aus dem Rebalancing nicht ganz so hoch ist. Viele empirische Studien zeigen aber, dass man mit einfachen Rebalancing-Strategien 1 bis 2% extra im Vergleich zu nicht rebalancierten Portfolios erzielt. Der Meister des Rebalancing ist der US-amerikanische Mathematiker Ed Thorp. Er hat Modelle des Rebalancing entwickelt, bei denen die SAA nicht fixiert ist, sondern je nach Volatilität und erwarteten Renditen optimiert wird. Mit seinem Hedge Fund PNP hat er so über dreissig Jahre eine Durchschnittsrendite von 20% p. a. erzielt.

## Wo ist der Haken?

Das einfache Rebalancing ist eine regelgebundene Anlagestrategie, die sanft antizyklisch ist, keine Kennziffern oder Informationen benötigt und dennoch ein besseres Rendite-Risiko-Verhältnis als der Markt erzielt. Leider sind aber im Zeitablauf die Wahrscheinlichkeiten der Renditen von Finanzanlagen nicht konstant. Deshalb kann eine Rebalancing-Strategie bei lang anhaltenden Bärenmärkten zu grösseren Verlusten führen. Die Kurse fallen – der Investor kauft zwecks Rebalancing nach. Die Kurse fallen weiter, und der Nachkauf verursacht noch mehr Verlust – und so weiter. Und in ausgeprägten Bullenmärkten hängt man mit der Strategie hinterher, da man die steigenden Wertpapiere zu früh verkauft. Da das antizyklische Verhalten der Rebalancing-Strategie gegen den naiven Impuls der meisten Anleger geht, besteht die Gefahr, dass sie die Strategie in lang anhaltenden Bullen- oder Bärenmärkten abbrechen, bevor sie sich wirklich auszahlt

Thorsten Hens ist Professor am Institut für Banking und Finance der Universität Zürich.

1/7: Buy & Hold  
Abwarten und Tee trinken

## Serie Investitionsstile Rebalancing

2/7

3/7: Value  
Von Preis und Wert

4/7: Carry  
Der Cashflow zählt

5/7: Growth  
Alles fängt mal klein an

6/7: Momentum  
The Trend is your Friend

7/7: Faktoren  
Die richtige Mischung macht's



## YNGVE SLYNGSTAD

Damit er den Ölreichtum über viele Generationen verteilen kann, hat der norwegische Staat 1990 einen Staatsfonds – den sogenannten Ölfonds – gegründet. Er ist mit über 1 Bio. \$ Vermögen der grösste Staatsfonds der Welt. Er verfolgte über Jahrzehnte im Wesentlichen eine Rebalancing-Strategie von 60 zu 40. In der Finanzkrise 2007/08 kam der Ölfonds in grosse Rechtfertigungsschwierigkeiten, da die Bürger Norwegens nicht verstanden, warum der Fonds eine Strategie verfolgte, die mehr verlor als eine einfache Buy-&-Hold-Strategie. Der Leiter des Fonds, Yngve Slyngstad, hatte eine sehr clevere Idee, die Strategie zu verteidigen. Er sagte, dass der Fonds vor der Finanzkrise 1% des Finanzvermögens der Welt besass, das dank seiner Strategie im Laufe der Krise auf 1,5% gestiegen ist. Es ist eben alles relativ.