

Diversifikation und Risikomanagement in Krisenzeiten – Standardrezepte auf dem Prüfstand

Diversifikation besteht bekanntlich meist dann nicht, wenn sie benötigt wird. Dieses bittere Erkenntnis wurde gerade 2008 wieder deutlich. Im Krisenfall steigen Korrelationskoeffizienten jedoch unterschiedlich stark an. Hinweise, mit welchen Anlageklassen sich effizientere Portfolios bilden lassen, gibt dieser Gastbeitrag.



Gastbeitrag von Christian Kempe
Portfoliomanager bei der Focam AG

Das vergangene Jahr wird als „Annus horribilis“ in die Finanzgeschichte Eingang finden. Die Welt-Aktienmarktkapitalisierung reduzierte sich binnen zwölf Monaten um beispiellose 47 Prozent. Die immer wiederkehrenden Schockwellen an den Kapitalmärkten strapazierten das Nervenkostüm der Investoren. Welche Erkenntnisse lassen sich aus der Krise ziehen? Zu hinterfragen sind gerade die besonders anlagerelevanten Themen Diversifikation und Risikomanagement.

Ein populäres Sicherungskonzept, welches beispielsweise in einer Vielzahl von kapitalgeschützten strukturierten Produkten zur Anwendung kommt, ist die Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI), welche ein Jahr vor dem großen 1987er-Aktiencrash eingeführt wurde. Bei dieser Methode wird in steigenden Märkten der Anteil von risikobehafteten Anlagen (beispielsweise Aktien) zulasten eines risikofreien Anteils (beispielsweise Geldmarkt) erhöht und umgekehrt. In einem Umfeld stark schwankender Aktienbewegungen, wie in jüngster Vergangenheit, führt dieses prozyklische Vorgehen zur systematischen Anhäufung von Verlusten. Behält man das Konzept bei, bleibt es nicht aus, dass man relativ zügig die vorher definierte Wertuntergrenze (Floor) erreicht und der Anteil der risikobehafteten Anlagen im Portfolio null beträgt. Eine Partizipation an einem eventuellen Anstieg des Aktienmarktes ist dann ausgeschlossen.

Auch die gängige Risikomanagementmethode des Value-at-Risk stößt deutlich an ihre Grenzen. Das Konzept basiert implizit auf der Theorie der Markteffizienz – die zugrundeliegende Annahme ist, dass die Aktienkurse effizient alle verfügbaren Informationen reflektieren – beziehungsweise auf der Annahme der Normalverteilung. Empirische Renditeverteilungen zeigen aber, dass Finanzmarktrenditen

nicht normalverteilt sind. Es kommt immer wieder zu signifikanten Renditeausschlägen (der Begriff „Fat Tail“ ist ein gängiges Synonym dafür), die in Frequenz und Ausmaß deutlich heftiger sind, als das Modell unterstellt. Insbesondere Strategien mit hohem Fremdkapitaleinsatz (Leverage) droht bei derartigen Ausreißern der Totalverlust des eingesetzten Kapitals.

Bei einer Hebelwirkung von zehn beziehungsweise von zehn Prozent Eigenkapitalquote reicht ein Verlust von zehn Prozent aus, um das Eigenkapital zu vernichten. Neben Fragen zum Risikomanagement mittels der genannten Methoden stellt sich auch die wesentliche Frage, wie ein krisensicheres Portfolio ausgerichtet sein soll, wenn plötzlich scheinbar alle Anlageklassen – auch nichttraditionelle und vermeintlich gering korrelierte – synchron fallen und die Korrelationen sprunghaft ansteigen. Dieser Beitrag soll anhand einer Korrelationsanalyse der vergangenen sechs Jahre dem interessierten Leser eine Hilfestellung bieten.

Die Suche nach Diversifikationsbausteinen

In den Vordergrund rückt dabei zunächst eine Untersuchung der Wertentwicklung einzelner Anlageklassen untereinander über den Korrelationskoeffizienten. Basis sind die rollierenden Fünftagesrenditen. Aus Aktiensicht wiesen, wie die Abbildung 1 zu Korrelationskoeffizienten verschiedener Anlageklassen verdeutlicht, Renten, Rohstoffe und die Niedrigzinswährungen Japanischer Yen und Schweizer Franken (jeweils gegenüber Euro) im Betrachtungszeitraum 2003 bis 2008 negative oder nur gering positive Korrelationen auf und boten damit gute Diversifikationsbausteine im Portfolio. Der MSCI

Deutschland wies die größte Antikorrelation mit der Wertentwicklung des Schweizer Franken gegenüber Euro (-0,43), deutschen Staatsanleihen (-0,41) und globalen Staatsanleihen (-0,37) auf.

Eine Einschränkung bei jeder singulären Betrachtung von Korrelationskoeffizienten stellt die Tatsache dar, dass diese selbst erheblichen Schwankungen unterworfen sind und auch ihre Vorzeichen sich ändern können. Aus Investorensicht sind Diversifikationseffekte insbesondere dann erwünscht, wenn die Aktienmärkte negative Renditen aufweisen. Je stärker der Verlust an den Aktienmärkten, desto größer ist der Wunsch, die Verluste mit anderen Investments auszugleichen oder zumindest abzufedern. Es liegt keine neue Erkenntnis darin, dass Korrelationen zwischen diversen Investments im Risikofall offenbar ansteigen. Eine weitergehende Fragestellung in diesem Kontext lautet jedoch: Wie stark steigen Korrelationskoeffizienten im Krisenfall an, und gilt dies für sämtliche Anlageklassen?

Die Korrelation im Krisenfall

Sämtliche Renditedaten werden daher zur Untersuchung der beiden Fragestellungen konzeptionell in zwei unterschiedliche Töpfe geworfen. Im ersten Topf landen die zugehörigen Renditedaten, wenn deutsche Aktien (MSCI Deutschland) steigen (rollierende Fünftagesrendite positiv). Im anderen Topf landen die verbleibenden Renditedaten, das heißt automatisch jene, wenn deutsche Aktien Verluste aufweisen (rollierende Fünftagesrendite negativ). Es werden somit in Abhängigkeit von der Aktienmarktentwicklung zwei Korrelationskoeffizienten ermittelt. Als Referenzpunkt dienen deutsche Aktien. In der Abbildung 2 ist die Differenz der beiden Korrelationskoeffizienten dargestellt. Ein positives Delta des Korrelationskoeffizienten bedeutet, dass bei negativen Aktienrenditen der Gleichlauf in der Wertentwicklung – unerwünschterweise und wie erwartet – zunimmt (weniger Schutz im negativen Marktumfeld).

Es lässt sich aber auch erkennen, dass die beiden Fremdwährungen Japanischer Yen und Schweizer Franken ihre Schutzwirkung im Krisenfall steigern konnten oder anders ausgedrückt: Die ohnehin negative Korrelation zu Aktien nimmt im fallenden Aktienmarkt sogar noch zu. Kam es in den vergangenen Monaten zu einem deutlichen

Einbruch bei den Aktienkursen, ging dies fast immer mit einem Zurückfahren der sogenannten Carry-Trades einher (Deleveraging, das heißt das Zurückfahren kreditfinanzierter Investments) mit entsprechend positiver Entwicklung der Niedrigzinswährungen Japanischer Yen und Schweizer Franken. Die empirische Ermittlung von Korrelationskoeffizienten gibt einen Hinweis, welche möglichst negativ oder zumindest gering korrelierte Anlageklassen als Bestandteil herangezogen werden können, um effizientere Portfolios zu bilden.

Eine weitere für Investoren wichtige Frage lautet, welche Sensitivität die verschiedenen Anlageklassen gegenüber der stark risikobehafteten Anlageklasse Aktien im Ernstfall aufweisen. Die konzeptionelle Schwäche bei der Berechnung von Korrelationskoeffizienten ist, dass es lediglich eine Indikation auf ein mögliches Verhalten zweier Untersuchungsobjekte bietet. Es ist eben nur ein Durchschnittswert – dazu noch aus einer Rückspiegelbetrachtung! Aber auch ein zwei Meter großer Nichtschwimmer riskiert bei der Durchquerung eines im Durchschnitt einen Meter tiefen Flusses sein Leben, wenn dieser an einer kritischen Stelle drei Meter tief ist.

Up-und-Down-Prinzip statt Kalendersicht

Die an den Finanzmärkten übliche Betrachtungsweise in Monaten, Quartalen und Jahren begrenzt den Blick auf das wirkliche Verhalten an den Finanzmärkten. Der von uns angewandte Kalender und die Börse „ohne Kalenderkenntnis“ sind gewissermaßen zwei nichtkongruente Konzepte! Es kann beispielsweise sein, dass innerhalb eines Monats die Aktiennotierungen zunächst ansteigen, um dann später wieder zu fallen. Ein drastisches Beispiel stellt der Februar 2007 dar. In diesem Monat stiegen die Aktienkurse bis zum 26. Februar um knapp vier Prozent an, um dann in den letzten beiden Tagen des Monats unerwartet mehr als den gesamten Gewinn wieder abzugeben und damit das Februarergebnis ins Minus drückten (MSCI Deutschland: -0,7 Prozent, der Rückgang vom Monatshoch beträgt dagegen 4,5 Prozent). Die Betrachtung in bestimmten Kalenderintervallen führt statistisch betrachtet zur Glättung von Renditen und zu dem Anschein von weniger Schwankungsbreite. Sie verhindert eine analytisch adäquate und notwendige Betrachtung von Aufwärts- und Abwärtsbewegungen. Aus diesem Grund erscheint es zielführend,

„Im Krisenfall konnten die beiden Fremdwährungen Japanischer Yen und Schweizer Franken ihre Schutzwirkung steigern.“

Abbildung 1: Korrelationskoeffizienten verschiedener Anlageklassen

		Aktien						Renten			WA	HF	Rohstoffe			Währungen		
		D	Jap	USA	GL	EM	Im	PE	G gl.	G D	IFL	Eur.	FTSE	CRB	Öl	Gold	JPY	CHF
Aktien	D	1,0	0,63	0,78	0,85	0,74	0,62	0,76	-0,37	-0,41	-0,31	0,70	0,52	0,23	0,07	0,04	-0,33	-0,43
	Jap		1,00	0,60	0,69	0,75	0,58	0,72	-0,43	-0,36	-0,21	0,62	0,54	0,29	0,14	0,09	-0,36	-0,44
	USA			1,00	0,86	0,73	0,62	0,77	-0,44	-0,34	-0,27	0,60	0,48	0,29	0,13	0,08	-0,47	-0,46
	GL				1,00	0,66	0,66	0,86	-0,19	-0,39	-0,34	0,64	0,47	0,14	0,04	-0,13	-0,20	-0,43
	EM					1,0	0,64	0,71	-0,56	-0,34	-0,19	0,68	0,60	0,47	0,26	0,30	-0,49	-0,47
	Im						1,0	0,76	-0,34	-0,24	-0,12	0,67	0,44	0,21	0,11	0,05	-0,33	-0,35
	PE							1,00	-0,31	-0,35	-0,24	0,64	0,43	0,26	0,17	-0,05	-0,30	-0,38
Renten	G gl.								1,00	0,56	0,35	-0,35	-0,41	-0,44	-0,28	-0,34	0,88	0,44
	G D									1,00	0,80	-0,18	-0,26	-0,17	-0,09	0,02	0,31	0,33
	IFL										1,00	-0,05	-0,11	-0,02	0,03	0,05	0,16	0,18
Wandel	Eur											1,00	0,59	0,19	0,07	0,08	-0,35	-0,44
HF	FTSE												1,00	0,37	0,19	0,24	-0,40	-0,27
Rohstoffe	CRB													1,00	0,77	0,56	-0,39	-0,16
	Öl														1,00	0,34	-0,27	-0,10
	Gold															1,00	-0,29	-0,06
Währungen	JPY																1,00	0,47
	CHF																	1,00

Abbildung 2: Veränderung der Korrelationskoeffizienten in einem Abwärtsmarkt gegenüber Aufwärtsmarkt

		Aktien						Renten			WA	HF	Rohstoffe			Währungen		
		D	Jap	USA	GL	EM	Im	PE	G gl.	G D	IFL	Eur.	FTSE	CRB	Öl	Gold	JPY	CHF
Aktien	D		0,23	0,08	-0,02	0,19	0,18	0,12	-0,24	0,03	0,33	0,29	0,34	0,33	0,36	0,16	-0,30	-0,10
	Jap			0,22	0,14	0,10	0,16	0,04	-0,09	0,03	0,14	0,16	0,31	0,17	0,19	0,02	-0,19	-0,06
	USA				0,06	0,11	0,25	0,23	-0,22	-0,17	0,16	0,22	0,27	0,30	0,35	-0,04	-0,25	-0,11
	GL					0,14	0,17	0,12	-0,20	-0,03	0,21	0,13	0,34	0,29	0,32	0,01	-0,25	-0,05
	EM						0,11	0,14	-0,05	-0,03	0,21	0,19	0,34	0,17	0,22	0,00	-0,12	-0,03
	Im							0,17	-0,19	-0,09	0,05	0,07	0,38	0,29	0,30	0,12	-0,24	0,02
	PE								-0,16	-0,03	0,20	0,04	0,36	0,30	0,28	0,00	-0,23	0,02
Renten	G gl.									0,04	-0,11	-0,22	-0,15	-0,17	-0,24	0,01	0,07	0,09
	G D										0,02	-0,01	-0,12	-0,15	-0,19	0,01	0,16	-0,01
	IFL											0,21	0,04	0,02	-0,09	0,07	-0,07	-0,08
Wandel	Eur												0,29	0,24	0,17	0,18	-0,28	-0,11
HF	FTSE													0,14	0,18	0,02	-0,10	-0,25
Rohstoffe	CRB														0,08	-0,08	-0,20	-0,23
	Öl															0,00	-0,23	-0,15
	Gold																-0,04	-0,22
Währungen	JPY																	0,15
	CHF																	

Aus Aktiensicht erwiesen sich Renten, Rohstoffe sowie die Währungen Yen und Schweizer Franken als ideale Portfoliobausteine. Datenbasis sind rollierende Fünftagesperioden im Zeitraum 2003 bis 2008.

Kürzel: **D** = Aktien Deutschland, MSCI Deutschland, EUR; **Jap** = Aktien Japan, MSCI Japan, JPY; **USA** = Aktien 93 % USA u. 7 % Kanada, MSCI North America, USD; **GL** = Aktien Global, MSCI World, EUR; **EM** = Aktien Emerging Markets, MSCI Emerging Markets, USD; **Im** = Imm.aktien Europa, EPRA Total Return, EUR; **PE** = Aktien Listed Private Equity, LPX Major Market Total Return, EUR; **G. gl.** = Renten Staatsanl. Global, EFFAS Global Market, EUR; **G D** = Renten Staatsanl. Deutschland, EFFAS Deutschland, EUR; **IFL** = Renten inflationsgeschützt, Barclays Euro Gov. Inflation-Linked Bond, EUR; **WA** = Wandelanleihen Europa, Exane Eurozone Convertible Bond, EUR; **HF** = Hedge-Fonds, FTSE Hedge Index, EUR; **CRB** = Rohstoffe, CRB Index, USD; **Öl** = Rohstoffe, Rohöl WTI Crude, USD; **Gold** = Rohstoffe, Gold, USD; **JPY** = Währungen, Japanischer Yen JPYEUR; **CHF** = Währungen, Schweizer Franken, CHF EUR

Quelle: Bloomberg; © portfolio institutionell

sich mit den Entwicklungen von einem relativen Aktienmarkthochpunkt zum nächsten relativen Tiefpunkt und dann von diesem Tiefpunkt zum nächsten relativen Hochpunkt und so weiter (Up-und-Down-Prinzip) zu beschäftigen und dabei im Auge zu behalten, welches zeitliche Ausmaß diese Bewegungen aufweisen und in welche Richtung sich mögliche Einflussfaktoren in diesen Phasen bewegen (zum Beispiel prognostizierte Gewinnentwicklung, Renditeveränderung, Rohstoffpreisentwicklung). Die Risiken, aber auch die Chancen werden mittels dieser Vorgehensweise deutlicher wahrgenommen als in der in der Finanzbranche sonst üblichen kalendari-schen Betrachtung.

Positiv erwähnenswert scheint, dass sich mit jeder Krise unser Erfahrungshorizont erweitert. Auch zwingt die Krise zur persönlich-individuellen Positionsbestimmung bezüglich Risikoeinstellung und Kontrolle der eigenen Prognosefähigkeit. Bezogen auf unsere Finanz-industrie bleibt die Hoffnung, dass künftige Stresstests Szenarien simulieren, die sich noch nicht ereignet haben, und vermehrt Tail-Risiken, das heißt seltene Ereignisse mit hohem Verlustpotenzial, in das Risikomanagement einbeziehen.

An der Diversifikation führt kein Weg vorbei

Die Diversifikation behält ohne Zweifel einen hohen Stellenwert, auch wenn das Konzept im Jahr 2008 scheinbar teilweise entzaubert wurde. Rohstoffinvestments und Hedgefonds waren 2008 eben kein Heilmittel gegen Kursverluste. Dennoch: Die Streuung über mehrere Anlageklassen erscheint unumgänglich, wenn der Wunsch vorliegt, Portfolios mit geringeren Risiken zu konstruieren und sie mit einem relativen Sicherheitsnetz durch widrige Marktverhältnisse zu steuern. Als eindeutiger Sicherungshafen in substanziell schwierigen Aktienmarktphasen bleibt vielleicht wirklich nur eine Anlage in Staatsanlei-

hen – Investoren sollten nicht der Illusion erliegen, dass es irgendeine risikobehaftete Anlageklasse gibt, die einen konträren Verlauf zu Aktien gewährleistet.

Die in unserer Branche dominant vertretene Auffassung, dass langfristig mindestens 90 Prozent der Performance aus der Strategischen Asset-Allokation herrühren und Market Timing keinen positiven Mehrwert liefert, sollte neu und kritisch diskutiert werden. Hoffnungsvoll stimmt, dass jüngst die akademische Welt dieses Thema mit einer neuen Sichtweise bereichert. Hervorzuheben ist dabei die Stanford-Theorie der Rational Beliefs, welche in Kurzform besagt, dass man in der Gewichtung einzelner Aktienmärkte den jeweiligen Bullen- und Bärenzyklus berücksichtigen sollte.

„Die dominant vertretene Auffassung, dass langfristig mindestens 90 Prozent der Performance aus der SAA herrühren und Market Timing keinen positiven Mehrwert liefert, sollte sich einer neuen kritischen Diskussion stellen.“

Der Erfahrungsschatz darüber, wie sich unterschiedliche Anlageklassen in vergangenen Aktienmarkt-Schwächephasen – gemessen nach dem Up-und-Down-Prinzip (Verbindung von relativen Hochpunkten und relativen Tiefpunkten) und nicht in etwaigen Kalenderintervallen (Monat, Quartal, Jahr) – verhalten haben, könnte an Bedeutung gewinnen. Das zielorientierte Einsetzen dieses Wissens mittels aktiven Managements besitzt das Potenzial, einen substanziellen Mehrwert gegenüber einer Buy-and-Hold-Strategie zu liefern.

Unter www.portfolio-institutionell.de finden Sie diesen Artikel auch mit Performance-Daten aus verschiedenen Schwächephasen des Aktienmarkts.