

# Die Bedeutung eines konsequenten Risikomanagements

17. April 2020

Dieses Marketingdokument richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger und Finanzberater in Deutschland und Österreich und an qualifizierte Anleger in der Schweiz. Eine Weitergabe an Dritte, insbesondere an Privatkunden, ist nicht gestattet.



**Dr. Martin Kolrep**  
Senior Portfolio Manager,  
Invesco Quantitative  
Strategies



**Erhard Radatz**  
Portfolio Manager,  
Invesco Quantitative  
Strategies



**Invescos Global Balanced Solutions-Strategie bewährte sich in dem jüngsten durch die Coronapandemie hervorgerufenen Markteinbruch, insbesondere wurden die kundendefinierten Risikobudgets eingehalten. Dies war getrieben durch drei hervorstechende Eigenschaften unseres Investmentprozesses: Erstens ein systematischer Prozess zur Festlegung und Überprüfung der Assetallokation basierend auf den kundendefinierten Risikobudgets, zweitens eine marktnahe Risikomessung und -prognose, die es dem Portfoliomanagement erlaubte, schnelle Reaktionen auf das geänderte Risikoumfeld vorzunehmen und schlussendlich ein Fokus auf liquide Anlageklassen.**

## Marktrückblick: Die Coronakrise

Jede Krise in den Finanzmärkten beinhaltet idiosynkratische Elemente und solche, die bereits in vergangenen Krisen aufgetreten sind. Eine offensichtlich spezifische Eigenschaft der jüngsten Marktturbulenzen war der Auslöser, wir haben es mit der ersten Marktkrise zu tun, welche aus einer globalen Pandemie herrührt. Weiterhin trat während dieser der schnellste Kursverfall des US-amerikanischen Aktienmarktes auf, welcher in seiner Geschwindigkeit sogar den des Jahres 1929 übertraf (siehe auch Abbildung 1).

Auf der anderen Seite wiederholten sich bereits aus Vorkrisen bekannte Elemente. Langfristige Korrelationszusammenhänge verloren in der Krise an Gültigkeit,

Abbildung 1  
**Coronakrise und vorhergehende Krisen**

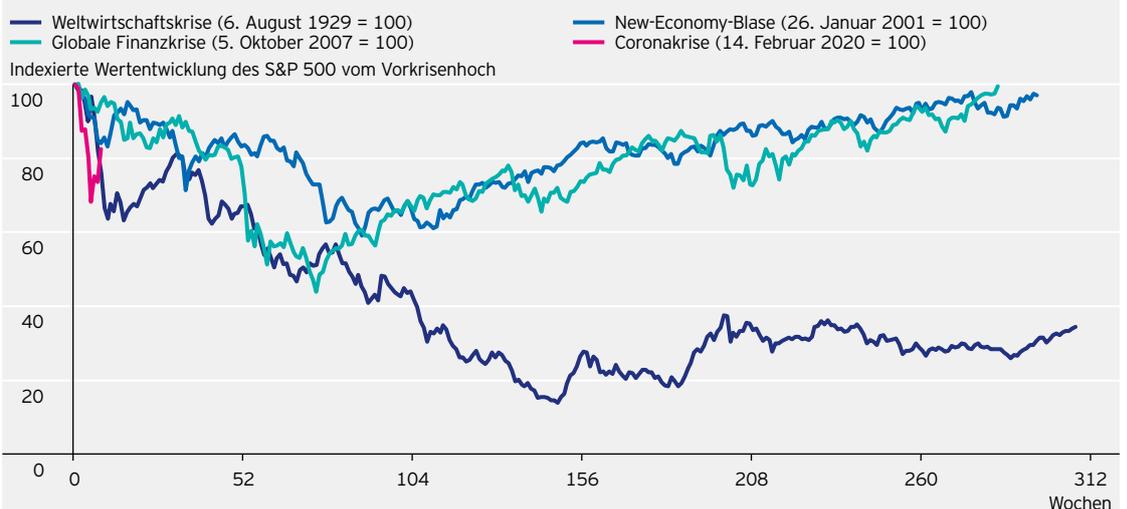
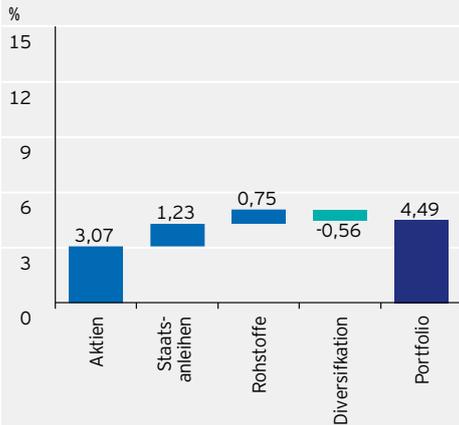


Abbildung 2

**Portfoliorisikokontribution in verschiedenen Zeiträumen eines Multi-Asset-Portfolios aus 26% internationalen Aktien, 40% Staatsanleihen, 7% Rohstoffen und 27% Kasse mithilfe eines 30-Tages Risikoschätzers**

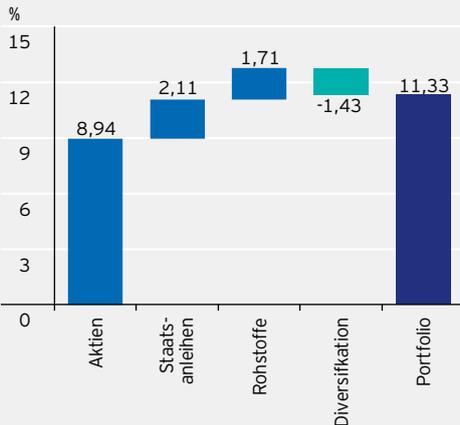
**Langzeitdurchschnitt**

5. Januar 2000 - 31. März 2020



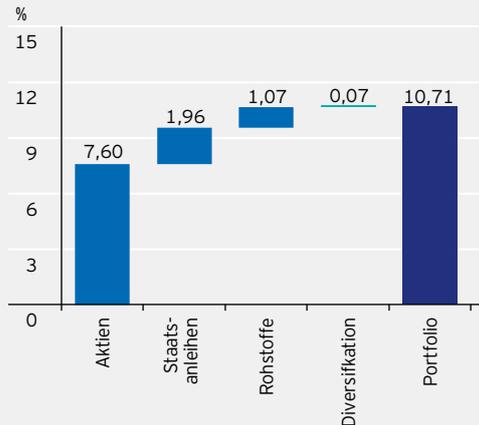
**Globale Finanzkrise**

20. November 2008



**Coronakrise**

31. März 2020



Quelle: Bloomberg, Berechnungen von Invesco. Stand 16. April 2020.

wie dies die Risikozerlegung eines Multi-Asset-Portfolios in Abbildung 2 darstellt. Weiterhin verzeichneten einige Anlageklassen einen starken Rückgang der Marktliquidität, so zum Beispiel die Märkte für Zinsaufschlagsprodukte, wie Abbildung am Durchschnitt der Differenz des gehandelten Wertes der fünf liquiden in den USA gelisteten ETFs mit Credit-Exposure zu ihren jeweiligen inneren Werten (NAV) darstellt. Die ETFs waren dabei auch während der Krisenzeiten handelbar und können damit als Indikatoren einer Preisfindung dienen, ihre aufgebaute Prämie als Grattmesser der Preisfindungsschwierigkeiten innerhalb der Basiswerte. Diese Form der Illiquidität war auch in anderen „Carrymärkten“ evident, sei es in Schwellenländeranleihen oder Währungen wie der norwegischen Krone oder dem neuseeländischen Dollar.

**Multi-Asset-Strategien und Diversifikation**

Gegeben der Tatsache, dass die Diversifikation zu dem Zeitpunkt, als sie im Portfoliokontext am meisten benötigt wurde, nur minimale Risikominderung brachte, ist die Coronakrise insbesondere für Multi-Asset-Investoren eine schwierige Phase. Wir bei IQS (Invesco Quantitative Strategies) waren, sind und werden weiter überzeugt von dem Mehrwert eines

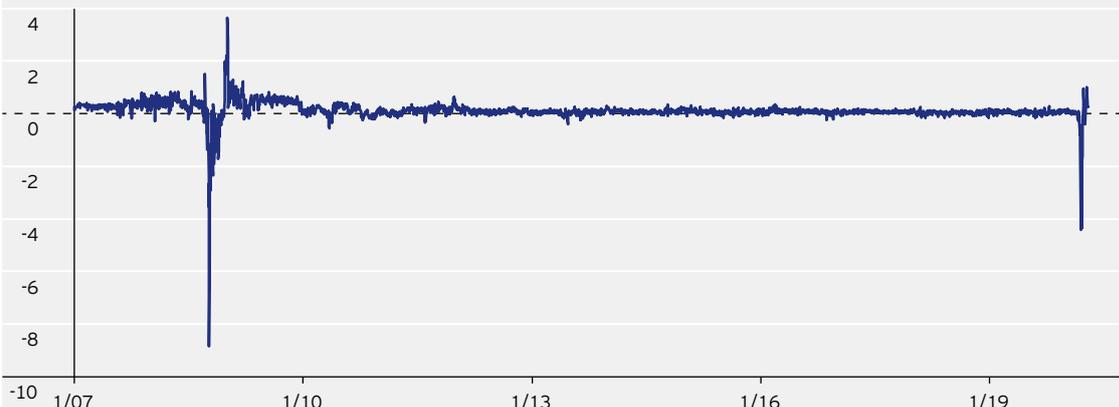
diversifizierten Portfolios bleiben. Nichtsdestotrotz muss aus unserer Sicht der Investmentprozess so robust gestaltet sein, dass auch in Situationen schnell veränderlicher Korrelationszusammenhänge Risikovorgaben eingehalten werden.

IQS verfolgt einen systematischen Investmentansatz. Kern ist hierbei die Strategische Assetallokation (SAA) zur Vereinnahmung der Risikoprämien eines Satzes an diversifizierten Assetklassen. Mithilfe eines proprietären Simulationstools können wir das Zusammenspiel des Risikooverlays und der SAA aufzeigen. Im Rahmen unserer jährlichen Überprüfung der SAA haben wir dabei im Jahr 2019 die Allokation zu Aktien und Industrie- sowie Energierohstoffen abgesenkt. Natürlich haben auch wir keine Glaskugel, mit der wir den Verlauf des Jahres 2020 voraussagen konnten. Vielmehr war es die sich aus der Simulation ergebende Renditeverteilung, welche uns im Kontext von risikobudgetierten Mandaten zu diesem Schritt veranlasste.

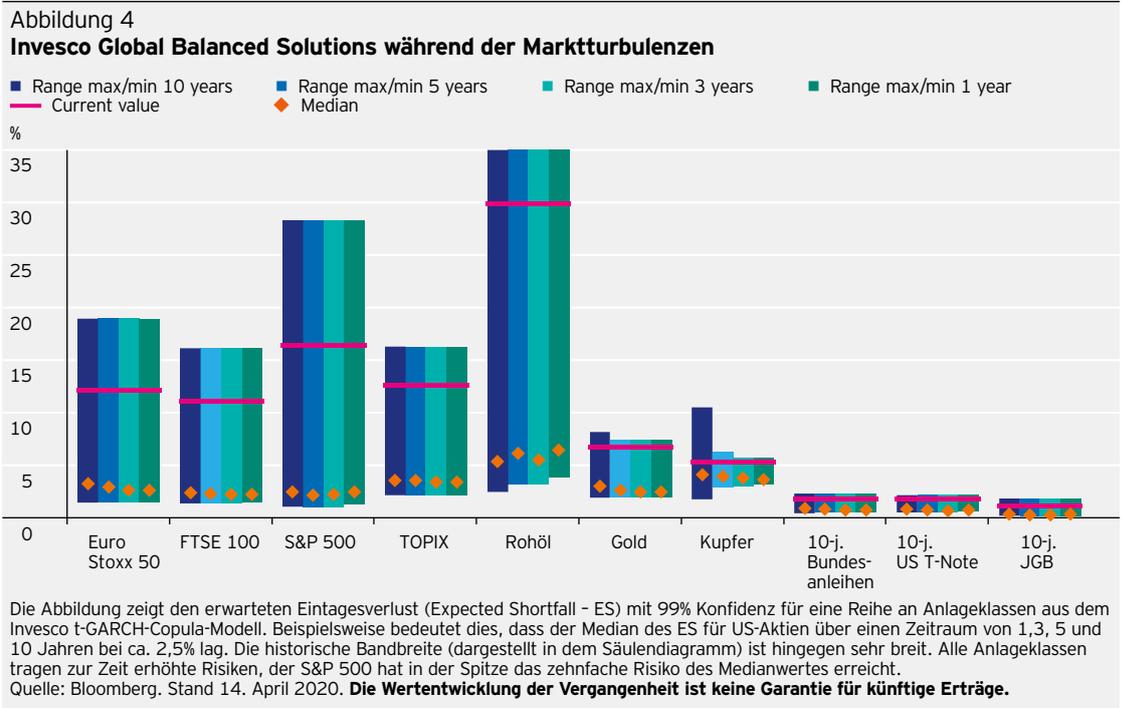
Neben der SAA besitzen unsere GBS-Strategien zwei weitere Elemente, um den zeitlich veränderlichen Risikoprämien der Anlageklassen gerecht zu werden. Als erstes Element dient dabei ein taktisches Modell,

Abbildung 3

**Gleichgewichtete Prämie (+) oder Discount (-) gegenüber dem jeweiligen Basiswert der 5 liquiden an US-Börsen gelisteten ETFs, welche zumindest teilweise eine Kreditrisikoprämie zu vereinnahmen suchen**



Quelle: Bloomberg. Zeitraum: 2. Januar 2007 - 16. April 2020. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Erträge.



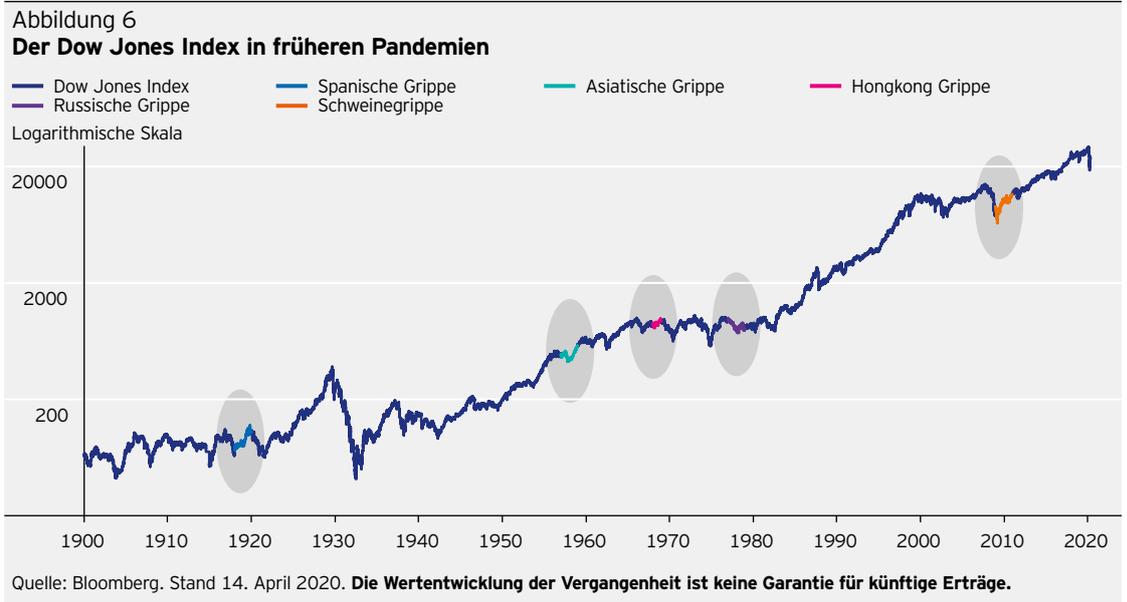
welches auf sowohl fundamentalen als auch markttechnischen Indikatoren beruht. Basierend auf den Ergebnissen dieses werden taktische Abweichungen zur SAA vorgenommen. Darüber hinaus besitzen unsere Strategien ein Risiko-Overlay, welches ausschließlich auf Basis der gegenwärtigen Kapitalmarktrisiken, die maximale Investmentquote steuert.

Die Ergebnisse des taktischen Modells waren während des Marktrückgangs durchwachsen, so gingen wir mit einer übergewichteten Position in den globalen Aktienmärkten in die Krise. Weiterhin waren einige der von uns benutzten Indikatoren nur relativ langsam in der Abbildung des schnellen Marktrückgangs. Nun liegt die Kunst der richtigen Auswahl solcher Indikatoren und die Parametrisierung jener darin, Signale von Belang schnell zu verarbeiten und jegliche Form des Rauschens bestmöglich zu unterdrücken. Finanzmärkte haben dabei ein sehr niedriges Signal-Rauschverhältnis, das diese Unternehmung insgesamt sehr schwierig macht. Auf der anderen Seite zeigten die Indikatoren auf der Renten- und

Rohstoffseite eine höhere Prognosegüte. Insbesondere waren wir deutlich untergewichtet im Erdölmarkt während dessen Preiseinbruch.

Als Konsequenz waren wir in Kombination der strategischen und taktischen Assetallokation deutlich gegenüber dem Aktienmarktrisiko exponiert. Dies führte zu einem deutlichen Anstieg der Portfoliorisiken durch die Verluste des Aktienmarktes und veranlasste die dritte und explizite Risikomanagementmaßnahme zu einer pronunzierten Reduktion der Investmentquote. Dies wurde ermöglicht durch eine explizite Ausrichtung der Risikomessung auf die den internationalen Kapitalmärkten einhergehenden Charakteristiken. Im Detail sind dies die zeitlich veränderlichen Volatilitäten, welche die Tendenz haben, Cluster hoch- und niedrigvolatiler Phasen zu bilden und dem ebenfalls zeitlich variable Gleichlauf zwischen den Anlageklassen. Unser bereits langjährig bewährtes und ständig weiterentwickeltes t-GARCH-Copula-Modell, welches den erwarteten Eintagesverlust (Expected Shortfall) innerhalb einer Konfidenz von





99% anzeigt, hat den Anstieg der Extremrisiken zeitnah angezeigt (siehe Abbildung 4).

Basierend auf der gestiegenen Risikoprognose wurden die Investitionsgrade über alle Anlageklassen schnell reduziert (siehe Abbildung 5). Hierbei wurden sowohl volatilitätsgesteuerte als auch risikobudgetierte Mandate auf eine sehr konservative Positionierung zurückgefahren, sodass die Risikoziele eingehalten werden konnten.

#### Ausblick

Momentan befinden sich die meisten unserer Mandate in der GBS-Strategie in einer risikominimalen Positionierung, welche üblicherweise aus abgesicherten Aktienportfolien und durationsneutralisierten Staatsanleihebeständen besteht. Weiterhin managen wir die vergleichsweise hohen Kassebestände aktiv, auch um mögliche Konzentrationsrisiken bei der Depotbank zu vermeiden. Für einen deutlichen Wiedereinstieg benötigt es nach unserer Auffassung signifikant niedrigere Risikoniveaus – dies geht mit dem empirischen Erkenntnis einher, dass die risikoadjustierten Renditen in Phasen hoher Volatilität deutlich

niedriger sind. Darüber hinaus sind risikobudgetierte Strategien definitionsgemäß long in Volatilität. Besonders in nervösen Marktphasen führt diese Positionierung zu erhöhten Konvexitätskosten. Aus einem anderen Blickwinkel bedeutet dies, dass eine vorzeitige Freigabe von weiterem Risikobudget in dessen schnellen Verzehr münden könnte, da die hohe Marktvolatilität bei einem schlechten Zeitpunkt der Freigabe zu einer schnellen Bewegung in Richtung Wertuntergrenze führen könnte. Nichtsdestotrotz ist es ratsam, auf lange Sicht im Kapitalmarkt investiert zu sein, historisch konnte sich dieser immer wieder von seinen Einbrüchen erholen (siehe Abbildung 6).

Eine interessante Option des Wiedereinstiegs könnte eine schrittweise angehobene Volatilitätsobergrenze darstellen, um von dem „Cost-Average“-Effekt zu partizipieren und die Abhängigkeit von der Wahl des richtigen Einstiegszeitpunkts zu reduzieren.

Bei Interesse können Sie sich hierzu an das Multi-Asset-Team von Invesco Quantitative Strategies wenden, um weitere Analysen dazu zu erhalten.

#### Anhang

■ **Der t-GARCH-Copula-Ansatz:** Invescos proprietäres t-GARCH-Copula-Modell war ein bedeutender Baustein der schnellen Risikoreduktion und ultimativ der Einhaltung von Wertuntergrenzen. Dieses Modell basiert nicht auf der Annahme von normalverteilten Renditen, sondern einer Studentschen t-Verteilung, welche Extremrisiken wesentlich besser abbilden kann. Weiterhin ist im Design des GARCH-Modells zur kurzfristigen Schwankungsbreitenprognose die Clusterbildung von Volatilitäten explizit vorgesehen. Da die Verlustwahrscheinlichkeit mit der Volatilität ansteigt, nutzt Invesco dieses kurzfristige Risikomaß.

Statt die Abhängigkeitsstruktur zwischen verschiedenen Assets durch einfache lineare Korrelationen abzubilden, schätzen wir Copulas, welche nach unserer Überzeugung die Wechselbeziehungen zwischen den einzelnen Anlageklassen besser abbilden, insbesondere während turbulenter Marktphasen.

■ **Wahl des Risikomanagementansatzes:** Die Verteidigung des Risikobudgets ist unsere erste Priorität innerhalb unserer fiduziarischen Verpflichtungen. Jedes konsequente Risikomanagement bringt dabei Opportunitätskosten, insbesondere in V-förmigen Marktverläufen. Weiterhin limitiert ein Risikobudget die Anzahl der verfügbaren Anlageklassen insbesondere innerhalb des Anleiheuniversums auf solche, welche auch während einer Krise liquide bleiben. Invesco lädt daher die Investoren dazu ein, die Wahl des Risikoansatzes zu überdenken: ist die Einhaltung des Risikobudgets wirklich die erste Priorität? Wenn ja, so sollte man eine stringente Risikobudgetierung verfolgen, lautet die Antwort hingegen nein, so könnte auch eine Schwankungsbreitensteuerung eine interessante Option darstellen. Diese lässt sich mithilfe der Simulationswerkzeuge Invesco's parametrisieren – insbesondere zur Festsetzung eines Verlustlimits bei gegebener Konfidenz.

---

### **Risikohinweise**

Der Wert von Anteilen und die Erträge hieraus können sowohl steigen als auch fallen (dies kann teilweise auf Wechselkursänderungen zurückzuführen sein), und es ist möglich, dass Investoren bei der Rückgabe ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten.

---

### **Wichtige Informationen**

**Dieses Marketingdokument richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger und Finanzberater in Deutschland und Österreich und an qualifizierte Anleger in der Schweiz. Eine Weitergabe an Dritte, insbesondere an Privatkunden, ist nicht gestattet.**

Stand 31. März 2020, sofern nicht anders angegeben.

Dieses Marketingdokument dient lediglich der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Fondsanteilen, noch zur Übernahme einer Strategie dar. Dieses Dokument stellt insbesondere keinen spezifischen Anlagerat dar, und lässt somit individuelle Bedürfnisse und Interessen eines Anlegers unberücksichtigt. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Entwicklungen. Die in diesem Material dargestellten Prognosen und Marktaussichten sind subjektive Einschätzungen und Annahmen des Fondsmanagements oder deren Vertreter. Diese können sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern. Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass die Prognosen wie vorhergesagt eintreten werden.

Herausgeber dieses Dokuments ist Invesco Management S.A., President Building, 37A Avenue JF Kennedy, L-1855 Luxemburg, reguliert durch die Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxemburg; und Invesco Asset Management (Schweiz) AG, Talacker 34, 8001 Zürich, Schweiz.

[EMEA3120/2020]