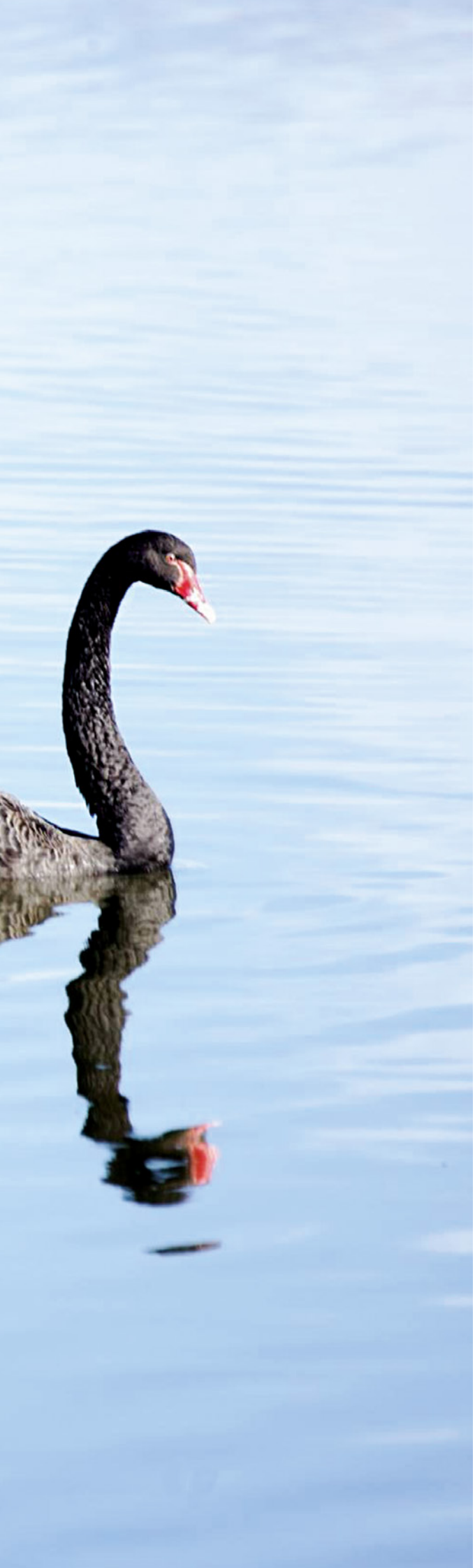
Risiko. Management. Ertrag.

Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage

Traditionelle Investment-Paradigmen sind am Kippen. Aktives Risiko-Management erscheint wichtiger denn je.

Allianz Global Investors

Verstehen. Handeln.



Inhalt

4 **Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage**

5 **Schwarzer Schwan: Vorbereiten auf das Unvorhersehbare**

6 **„Buy-and-Hold"-Prinzip nicht mehr die Ultima Ratio**

6 **Traditionelle Risikomodelle verfehlen Praxistest**

7 **Abschied vom „Homo oeconomicus"...**

7 **... heißt Abschied von perfekten Märkten.**

8 **Schwäne sind nicht (nur) weiß**

10 **„Nicht alle Eier in einen Korb legen"**

12 **Im Umgang mit schwarzen Schwänen**

13 **„Neue Körbe" mit alternativen Investmentlösungen**

15 **Risikomanagement**

17 **Risikomanagement als Allokationskriterium**

18 **Understand. Act.**

18 **Der Omegafaktor der Kapitalanlage**

Impressum

Allianz Global Investors Europe GmbH
Bockenheimer Landstr. 42 – 44
60323 Frankfurt am Main

Capital Markets & Thematic Research
Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn), Stefan Scheurer (st)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter
www.allianzglobalinvestors.de
Alle Publikationen sind abonnierbar unter
www.allianzglobalinvestors.de/newsletter
Verpassen Sie auch unsere Podcasts nicht:
www.allianzgi.de/podcast

Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage

Märkte sind effizient und Anleger rational – so der Konsens. Aber handelt es sich dabei um Tatsachen oder Glaubensdogmen? Bilden traditionelle Risikomodelle für Kapitalanlagen Extremereignisse – schwarze Schwäne – adäquat ab?

Stellen Sie sich vor, Sie sind Kandidat bei der Quiz-Show „Wer wird Millionär?".
Sie sind weit gekommen und der Moderator stellt Ihnen die Millionenfrage: „Wie hieß die letzte Frau des letzten Kaisers von China?"
Sie ziehen den 50:50-Joker und als Alternativen bleiben B: „Li Shuxian" und C: „Wang Jung" übrig. Wie entscheiden Sie sich?

Herzlich willkommen im Risikomanagement der Kapitalanlage! Denn auch beim Portfoliomanagement geht es im Wesentlichen um das Managen von Risiken. Und nur das Wissen um mögliches Risiko kann das tatsächliche Risiko beherrschbar machen. Entscheidende Einblicke:

- Im Zuge einer Finanzmarktkrise – einem schwarzen Schwan – stehen traditionelle Investmentparadigmen auf der Kippe:
  - Buy-and-Hold-Prinzip scheint bei der Kapitalanlage nicht die einzige Ultima Ratio.
  - Traditionelle Risikomodelle können nicht alle Risiken adäquat abbilden.
  - Die Diversifikation hat im Zuge der Finanzmarktkrise 2008 und der Euro-Schuldenkrise 2011 auf kurze Sicht Schwächen gezeigt.
- Annahmen herkömmlicher Risikomodelle wie die Normalverteilung von Kursen, konstante Einflussparameter oder perfekte Märkte sind Fabelwesen und real nicht existent.
- Die Finanzweisheit „Niemals alle Eier in einen Korb legen" besitzt zwar ihre Gültigkeit, dennoch kann Diversifikation alleine Verluste nicht immer vermeiden.

- Moderne Investmentlösungen – „Neue Körbe" – wie alternative Anlageklassen oder Absolute Return-Strategien können dem Investor zusätzliche Renditechancen eröffnen, die weitestgehend unabhängig von Schwankungen sind.
- Mithilfe einer regelgebundenen Risikosteuerung können Extremrisiken vermieden und gleichzeitig für den Anleger je nach Präferenz optimierte Profile generiert werden.
- Investieren heißt heute also ganzheitlich investieren – von Alpha bis Omega. Es geht darum,
  – die Marktexpertise des aktiven Managers zu nutzen und Alpha zu generieren,
  – die Risikoprämien des Marktes (Beta) zu verdienen,
  – und (jenseits von Beta) Marktrisiken im Portfolio entweder mit marktneutralen Strategien und/oder mit einer regelgebundenen Risikokontrolle zu mindern.

→ Es geht um den Omegafaktor der Kapitalanlage.

Risikoanalyse der Millionenfrage bei „Wer wird Millionär?"

Betrachten wir noch einmal die Ausgangssituation Ihrer Millionenfrage bei „Wer wird Millionär?". Wie steht es um Ihre Risiken als Teilnehmer? Sie können die Sicherheitsvariante wählen, in dem Sie aufstehen, gehen und 500.000 Euro sicher mitnehmen. Oder Sie gehen das Risiko ein und raten. Entweder Sie gewinnen 1.000.000 Euro oder Sie fallen auf 16.000 Euro zurück, vorausgesetzt Sie haben auf den Zusatzjoker verzichtet. Der statistische Erwartungswert liegt mit 508.000 Euro (50 % x 1.000.000 Euro + 50 % x 16.000 Euro) um 8.000 Euro höher als bei der Sicherheitsvariante. Rein rational betrachtet, ist es ratsam, zu „zocken".

Im Gegensatz zum Quiz oder dem klassischen Münzwurf ist die Risikoanalyse im Portfoliomanagement leider nicht ganz so trivial. Die wirtschaftlichen Zusammenhänge sind komplex, die Kapitalmärkte reagieren häufig nicht vorhersehbar und Emotionen sind ebenso mit im Spiel. Gerade die Finanzmarkt- und jüngste EU Schuldenkrise haben Anleger vor Augen geführt, wie wichtig ein Risikomanagement bei der Kapitalanlage ist.

Schwarzer Schwan: Vorbereiten auf das Unvorhersehbare

Zoologisch ein Kuriosum, eine Herausforderung für die Risikosteuerung: „Schwarze Schwäne" sind eine Metapher für das unvorhergesehene Ereignis, das alle Erwartungsparameter sprengt und die schönste Gaußsche Normalverteilung durcheinanderbringt.

Auch die Finanzmarkt- und jüngste EU Schuldenkrise qualifizieren sich als schwarze Schwäne, in deren Schlepptau traditionelle Investmentparadigmen kippen und sich neue Denkansätze etablieren:

- Buy-and-Hold-Prinzip bei der Kapitalanlage scheint nicht die einzige Ultima Ratio.
- Traditionelle Risikomodelle können Risiken nicht adäquat abbilden.
- Diversifikation hat im Zuge der Finanzmarktkrise 2008 und der Euro-Schuldenkrise 2011 auf kurze Sicht Schwächen gezeigt.

Gerade die aktuellen Finanzmarktkrisen machen dabei bewusst: Die global vernetzten Finanzmärkte werden von nicht-linearen Entwicklungen geprägt, d. h., Strukturbrüche in der Weltwirtschaft treten immer häufiger auf – mit der Gefahr von Kettenreaktionen und Verwerfungen an den weltweiten Kapitalmärkten. Investoren müssen sich auf das Unvorhersehbare vorbereiten. Das heißt auch, dass Anleger Denkmuster aufbrechen und traditionelle Risikomodelle (wie bspw. die klassische Portfoliotheorie nach Markowitz) einer kritischen Würdigung unterziehen sollten.

Werfen wir einen Blick auf traditionelle Investmentparadigmen.

„Buy-and-Hold"-Prinzip nicht mehr die Ultima Ratio

Ein Blick auf die Zehnjahresperformance von Aktien zeigt, dass Anleger mit Aktien im Zeitraum Mitte Juli 2002 bis Mitte Juli 2012 kaum etwas verdienen konnten. So betrug die durchschnittliche Rendite pro Jahr lediglich 1,9%. Noch schlimmer war es in den Perioden zuvor, wo Anleger in Aktien Vermögen vernichtet haben. Gemessen am S&P 500 für US-Aktien haben sie im Zeitraum 1999 bis März 2009 sogar Verluste von rund 7% pro Jahr erlitten. Eine außergewöhnlich negative Performance – ein schwarzer Schwan –, die niedrigste Zehnjahresperformance des zurückgerechneten S&P 500 seit knapp 200 Jahren! (siehe Schaubild 1)

Welche Erkenntnisse konnten die Anleger daraus ziehen? Zum einen hat es gezeigt, dass Anlageempfehlungen, wie die des Finanzexperten Kostolany, „Aktien kaufen und Schlafmittel nehmen – wenn Sie wieder aufwachen, haben Sie Geld verdient", kritischer betrachtet werden müssen. Vielmehr scheint es gerade in volatilen Kapitalmärkten wichtig, die Märkte einer fundamentalen kritischen Analyse zu unterziehen und mit aktivem Management flexibel auf die Marktgegebenheiten zu reagieren. Gewinne mitnehmen bzw. Verluste begrenzen sind Investmentparadigmen, die nicht so schnell kippen sollten.

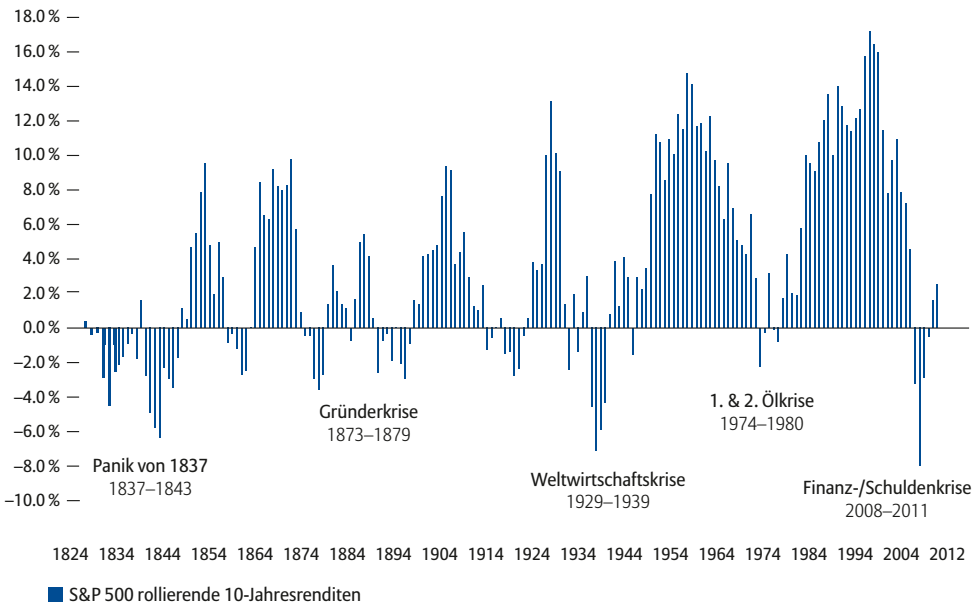
Zum anderen haben die Kursentwicklungen der Aktienmärkte in den letzten 10 Jahren gezeigt, dass es sich auszahlt, wenn man als Anleger den Mut besitzt, gegen den Strom zu schwimmen: verkaufen, wenn viele andere noch kaufen, und kaufen, wenn die Panik am größten ist.

Mehr zum Thema „Behavioral Finance" lesen Sie in unserer Studie „Überliste dich selbst!", abrufbar unter: https://www.alli-anzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse/publikationen/Portfolio-Praxis-Behavioral-Finance-die-Odysseus-Strategie.pdf Rubrik: PortfolioPraxis/ Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

Traditionelle Risikomodelle verfehlen Praxistest

Die (Finanz-)Welt, für die uns herkömmliche Risikomodelle rüsten wollen, hat wenig zu tun mit der Welt, in der wir leben. Klassische finanzmathematische Risikomodelle und Bewertungstools aus den finanzwirtschaftlichen Lehrbüchern, wie die Portfoliotheorie nach Markowitz, das Modigliani-Miller-Theorem zur Unternehmensfinanzierung oder die Black-Scholes-Formel zur Berechnung von Derivaten, helfen uns zwar, Zusammenhänge besser verstehen zu

Schaubild 1: Performance S&P 500 seit 1814



Quelle: Datastream; Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research, Stand Juli 2013

können, die realen Risiken bilden sie allerdings nicht adäquat ab. Gerade die jüngsten Finanzmarkt- und EU Schuldenkrise haben das gezeigt. Das Fatale dabei: Extremrisiken werden systematisch unterschätzt. Das liegt vor allem an den zugrunde liegenden Annahmen der Modelle, die in der Realität nicht vorzufinden sind. So wird unterstellt:

1. Marktteilnehmer handeln rein rational und sind alle gleich
2. Märkte sind „perfekt"
3. Kursveränderungen folgen einer Normalverteilung
4. Kursveränderungen sind statistisch unabhängig
5. Korrelationen/Beta-Werte/Volatilitäten/risikofreier Zins sind konstant

Aber stimmt das?

Abschied vom „Homo oeconomicus"...

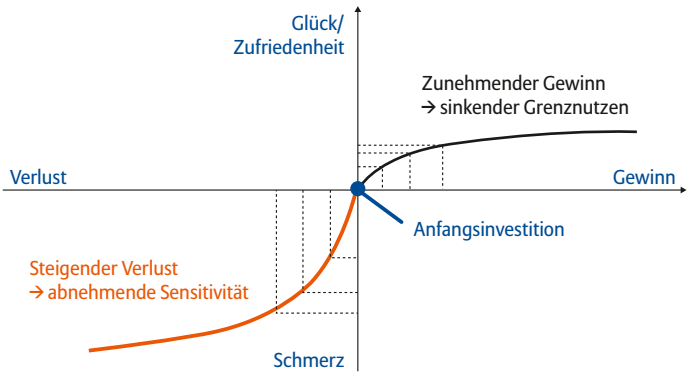
Wirtschaftssubjekte, und Anleger allzumal, handeln rational. Sie trachten danach ihren Nutzen zu maximieren. So das vorherrschende Denkkonstrukt des „Homo oeconomicus", der die Referenzgröße finanzmathematischer Modelle bildet.

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

Unter anderem zeigen die jüngsten Krisen eine ganze Serie an typischen Verhaltensmustern von Anlegern, sogenannte „Anomalien", wie wir sie aus der Lehre der „Behavioral Finance" kennen. Anomalien, die gegen die Grundannahme rationalen Verhaltens verstoßen.

Zu nennen sind hier der Herdentrieb und die Selbstüberschätzung, die uns glauben lassen, Entwicklungen kontrollieren zu können, die sich unserer Kontrolle entziehen. Ein 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.

Schaubild 2: Verlustaversion der Anleger ... heißt Abschied von perfekten Märkten.



Quelle: Andrew W. Lo „The Adaptive Markets Hypothesis", 2005; Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research

Und schließlich sind Anleger in der Regel verlustavers und handeln eben nicht rein rational, das heißt, steigende Verluste wiegen schwerer als zusätzliche Erträge (siehe schematische Darstellung in Schaubild 2).

... heißt Abschied von perfekten Märkten.

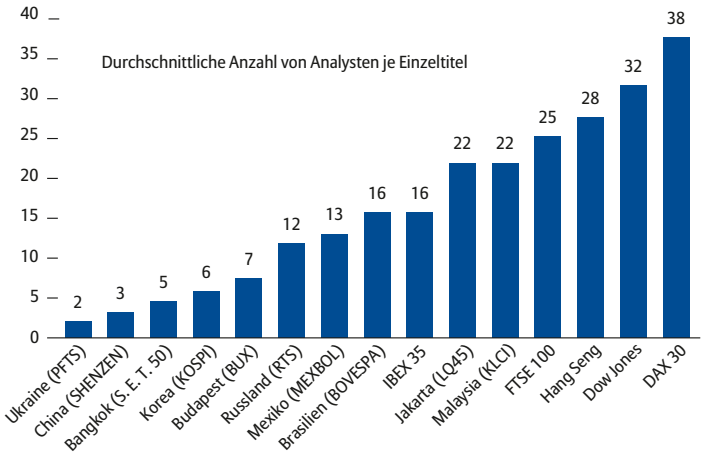
Wie aber können Märkte perfekt sein, wenn die Marktteilnehmer nicht rein rational handeln? Ein Widerspruch, der sich nicht auflösen lässt. Die Perfekte-Markt-Hypothese ist eine Krücke, die uns bestenfalls humpeln lässt.

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: der 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?

Schaubild 3: Aktives Management – Mehrwert durch Fundamentalanalyse



Quelle: Bloomberg; Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research

Lesen Sie auch unsere Studie „Aktives Management", abrufbar unter: https://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse/publikationen/Portfolio-Praxis-Aktives-Management.pdf

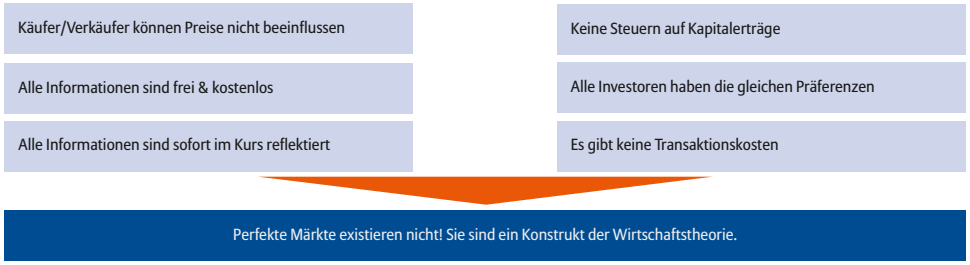
Und: Wie werden Informationen verteilt und somit kursrelevant? Das ist an den Aktienmärkten, z. B. gemessen an der Zahl der Analysten, höchst unterschiedlich. Auf einen DAX-Titel kommen rund 38 Analysten, auf einen Wert des Aktienindex Shenzhen B für China hingegen nur drei.

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 und umgekehrt. Eine unserer Studien zeigt sogar, dass der Value-Stil in der Vergangenheit in der Lage war, unabhängig von beobachtbaren Marktphasen langfristig eine Outperformance zu erzielen.

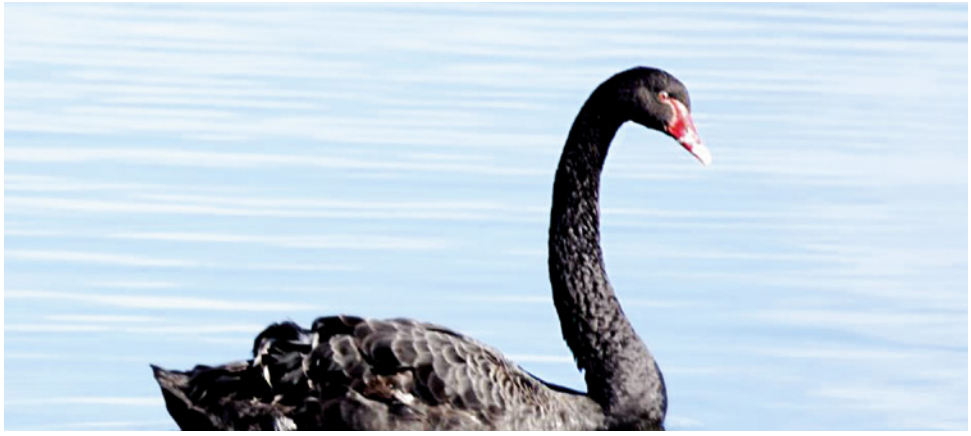
Weitere Restriktionen eines perfekten Marktes, wie die Steuerfreiheit auf Kapitalerträge, gleiche Präferenzen aller Investoren sowie eine Finanzwelt ohne Transaktionskosten, verdeutlichen, dass es sich bei perfekten Märkten um Fabelwesen handelt, die ein Konstrukt der Wirtschaftstheorien darstellen.

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

Schaubild 4: Perfekte Märkte – Fabelwesen



Quelle: Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research



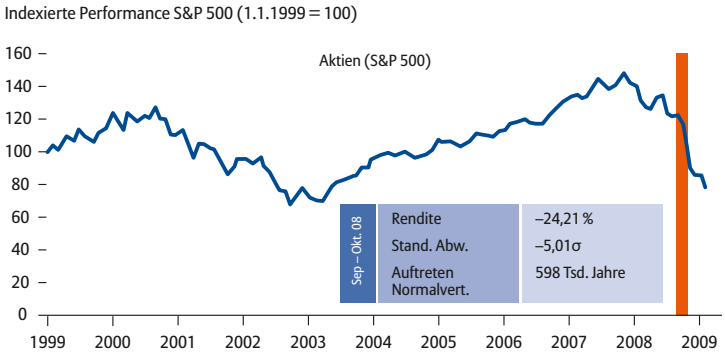
Schwäne sind nicht (nur) weiß

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 EU Schuldenkrise ist so ein schwarzer Schwan, die Finanzmarktkrise 2008, die TMT-Bubble, der Schwarze Freitag 1929, ... Schwarze Schwäne treten häufiger auf, als man denkt und als die Normalverteilung vermuten lässt. So kann die Annahme traditioneller Risikomodelle, dass Kursveränderungen normalverteilt sind (sog. Gaußsche Normalverteilung), dem Praxis-Test nicht standhalten. Normalverteilung bedeutet nämlich, dass Preisschwankungen bei Wertpapieren gleichmäßig verteilt um ihren (vergangenheitsbetrachteten) statistischen Mittelwert schwanken. In der Realität weisen sie jedoch nicht das Muster einer Glockenkurve auf, sondern schwanken ungleichmäßig. Dieses Modell der Wahrscheinlichkeitsverteilung blendet sogenannte „Fat Tail Risks" (extreme Risiken, die mittels Normalverteilung nicht ausreichend berücksichtigt werden) bei den erwarteten Kursveränderungen weitestgehend aus: ein Fehler. Wer seine Risiken nach der Normalverteilungsannahme steuert, rechnet mit einem Crash, wie er im September/Oktober 2008 bei den europäischen Unternehmensanleihen schlechter Bonität vorkam, nur alle 247.000.000 Jahre. Auch der zeitgleiche Absturz des S&P 500 käme so betrachtet nur alle ca. 600.000 Jahre vor (vgl. Schaubild 5). Wie schnell doch die Zeit vergeht. Dabei ist die Geschichte der Finanzmärkte auch die Geschichte der Finanzmarktkrisen.

Schwache Börsentage treten in Krisenzeiten gehäuft auf. Kein Wunder, denn ist das Vertrauen der Anleger erst einmal gebrochen, braucht es meist eine geraume Zeit, bis der nächste Aufschwung kommt. Übertragen heißt das: Märkte besitzen ein Gedächtnis, sodass die Annahme, dass Kursveränderungen statistisch unabhängig sind, nur eingeschränkt gilt. Im Gegensatz zum Münzwurf spielt die vorausgegangene Kursänderung an den Kapitalmärkten eine Rolle, wie sich sehr schön am Volatilitätsindex VIX (berechnet auf Basis des S&P 500) im Schaubild 6 erkennen lässt. Sind die Marktturbulenzen ausgeprägt, so ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass auch in der Folgeperiode mit einer hohen Volatilität an den Märkten zu rechnen ist. Phasen erhöhter Kursschwankungen treten immer wieder konzentriert auf – wie gerade auch wieder in jüngster Zeit zu sehen war.

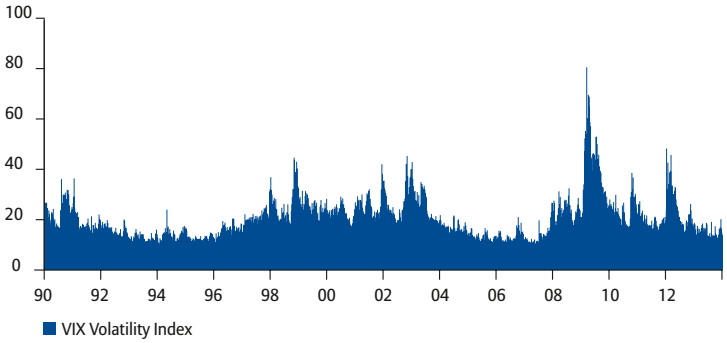
Schaubild 5: Normalverteilung unterschätzt das tatsächliche Risiko deutlich



Quelle: risklab; Bloomberg; Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research

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. Der Sturm, der während der Finanzmarkt-, Wirtschafts- und zuletzt EU Schuldenkrise über die Kapitalmärkte fegte, veranschaulichte, wie fragil die Konstrukte herkömmlicher Risikomodelle waren. Überspitzt lässt sich sogar behaupten, dass sie den intellektuellen Nährboden der Finanzmarktkrise 2008 legten.

Schaubild 6: Märkte besitzen ein Gedächtnis



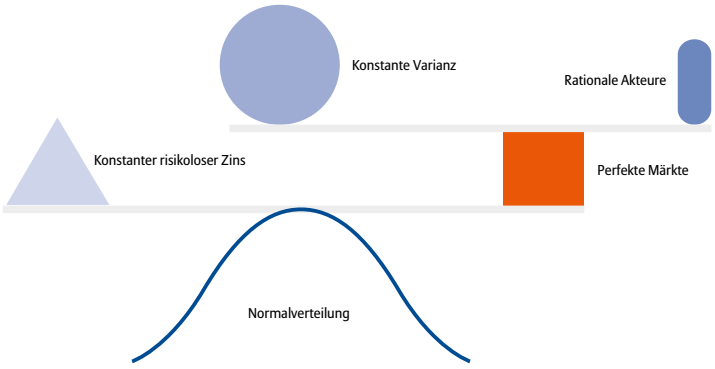
Quelle: Datastream; Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research

Schaubild 7: Schaubild mit Annahmen und Realität

Annahme ...		... aber
1. Marktteilnehmer handeln rein rational und sind alle gleich.	→	Das Risikoprofil eines Anlegers ist in der Regel asymmetrisch, d.h. Verluste wiegen schwerer.
2. Kursveränderungen sind statistisch unabhängig.	→	Märkte besitzen ein Gedächtnis: Turbulente Zeiten legen sich erst langsam.
3. Korrelationen/Beta-Werte/Volatilitäten/ Risikofreier Zins sind konstant.	→	Korrelationen und risikofreier Zins sind instabil. Einflussgrößen finanzmathematischer Modelle sind nicht konstant.
4. Kursveränderungen folgen einer Normalverteilung.	→	Normalverteilung unterschätzt das tatsächliche Risiko deutlich. Der Investor trägt das „Tail-Risiko".
5. Moderne Portfolio-Theorie unterliegt der Prämisse eines perfekten Marktes.	→	Perfekte Märkte existieren nicht. Sie sind ein Konstrukt der Wirtschaftstheorie.

Quelle: Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research

Schaubild 8: Herkömmliche Risikomodelle – fragile Konstrukte



Quelle: Schroy, John Oswin, „Fallacies of the Nobel Gods: Essay on Financial Economics and Nobel Laureates"; Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research

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.

> „Wenn Ihr einziges Werkzeug ein Hammer ist, neigen Sie dazu, jedes Problem für einen Nagel zu halten."
>
> Abraham H. Maslow

„Nicht alle Eier in einen Korb legen"

Die Kapitalmärkte scheinen genauso wenig das Muster der Gauß'schen Glockenkurve aufzuzeigen, wie sie dazu neigen, zwischen einzelnen Wertpapieren oder Vermögensklassen stabile Wechselbeziehungen bei den Preisänderungen (Korrelationen) aufzuweisen. Im Gegenteil: Korrelationen sind eben nicht stabil. Im Schaubild 9 sind die Korrelationen verschiedener Vermögensklassen (Indizes) farblich skaliert. Je blauer die Quadrate, desto geringer ist der Gleichlauf der Preisänderungen der jeweiligen Indizes. So ist z. B. in „normalen" Zeiten ohne große Kursverwerfungen erkennbar, dass die Renditen von Renten- und Aktienindizes wenig miteinander korreliert sind (blaue Farbe). Auch die regionalen Aktienindizes untereinander laufen

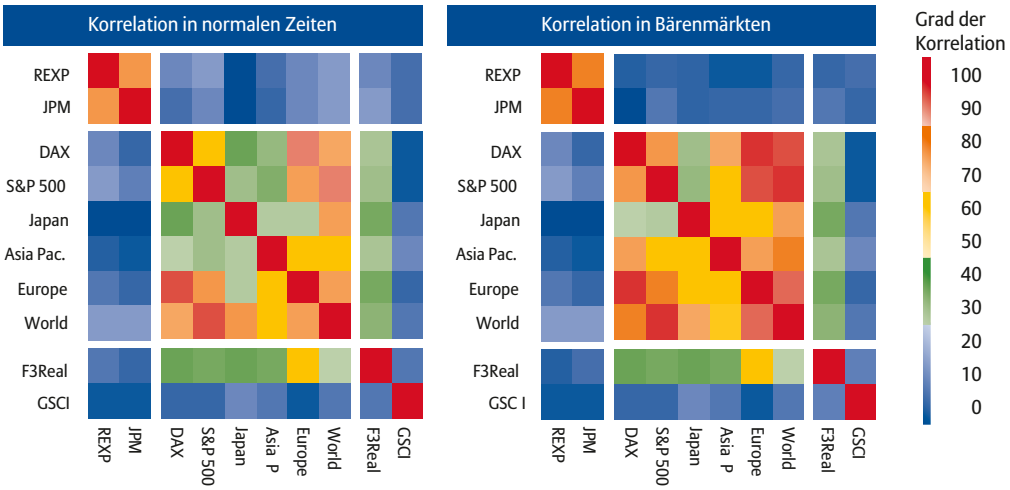
in dieser Börsenphase nicht gleichgerichtet (Hellrot). Aber gerade dann, wenn niedrige oder negative Korrelationen zwischen den Vermögensklassen – Stichwort: Diversifikationseffekt – benötigt werden, in Krisenzeiten (Bärenphase) also, laufen sie zusammen. Die Korrelationsmatrix verfärbt sich wie im Schaubild 9 erkennbar: mehrheitlich Rot.

Der erwünschte Diversifikationseffekt lässt nach, ein weiteres Investmentparadigma, das im Zuge der Finanzmarktkrise 2008 zu kippen drohte.

Anlageentscheidung kann langfristig auch helfen, „Klumpenrisiken" zu vermeiden. Um die Marktrisikoprämien verschiedenster Vermögensklassen abzuschöpfen, sollte der Anleger sein Geld gleich auf mehrere Körbe verteilen. Denn im Zeitablauf entwickeln sich die Anlageklassen zum Teil sehr unterschiedlich zueinander. Bestes Beispiel ist das Jahr 2008 – dem Höhepunkt der Finanzmarktkrise. In diesem Jahr stiegen z. B. die Kurse von Staatsanleihen der Industrieländer im Schnitt um 18 % oder Gold um 8 %, während Aktien mit Kursrückgängen von über 40 % ihr schwächstes Jahr

Mehr zum Thema Diversifikation und Portfoliooptimierung siehe auch die Studie „Investieren in Aktien und Anleihen" unter: www.allianzgi.de/kapitalmarktanalyse

Schaubild 9: Das Investmentparadigma der Diversifikation droht zu kippen

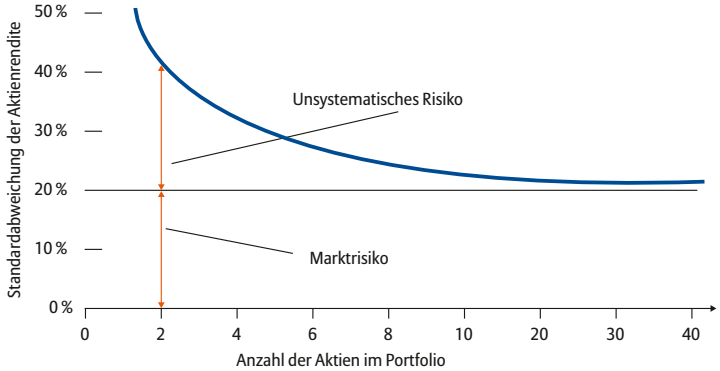


Diversifikation schützt zwar nicht vor Verlusten, kann aber helfen, Risiken zu reduzieren.

Quelle: risklab; Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research

Dennoch hat die Finanzweisheit „Niemals alle Eier in einen Korb legen" weiterhin ihre Daseinsberechtigung. Diversifikation schützt zwar nicht vor Verlusten, kann aber helfen, Risiken zu reduzieren. Bei nicht vollständig miteinander korrelierten Wertpapieren kann der Anleger durch die Streuung seines Vermögens Kursschwankungen seines Portfolios vermindern, ohne die Rendite zu schmälern (Risikodiversifikationseffekt). Am Ende verbleibt in einem vollständig diversifizierten Portfolio das Marktrisiko (vergleiche Schaubild 10). Risikoreduktion ohne Chancenverzicht – Diversifikation scheint der einzige „Free Lunch" an den Kapitalmärkten zu sein. Diversifikation im Sinne von Streuung der seit der Weltwirtschaftskrise 1931 erlebten (siehe Schaubild 11). Auch die Aufholbewegung der Märkte 2009 fiel sehr unterschiedlich aus. Hier waren es insbesondere die Aktien in den Schwellenländern, die mit einem Plus von 73 % die anderen Assetklassen übertrumpften.

Schaubild 10: Diversifikation – langfristig der einzige „Free Lunch"



Quelle: Dr.-Ing. Hans-Markus Callsen-Bracker, Martin Grädler „Risikomanagement und Kapitalmarkt"; Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research

Schaubild 11: Diversifikation kann das Risiko reduzieren

Rangfolge jährlicher Renditen unterschiedlicher Anlageklassen in %

Platz	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	61,45	10,34	12,27	37,10	16,88	55,04	22,36	26,07	17,79	73,44	38,33	14,78	30,07
2	22,16	6,93	5,23	30,02	9,12	44,88	18,60	22,60	8,45	24,19	27,48	12,09	16,81
3	10,04	6,87	1,29	7,42	8,26	34,81	10,74	19,76	1,62	23,18	23,47	10,80	16,71
4	9,28	4,60	0,14	4,54	3,69	27,59	3,16	18,86	–3,55	23,16	19,82	7,96	14,34
5	1,80	2,94	–2,52	1,13	2,74	27,36	1,07	1,85	–6,31	22,61	16,91	5,40	9,36
6	0,15	1,93	–4,02	0,43	2,18	21,83	–1,71	–0,06	–33,88	15,46	15,76	3,45	3,95
7	–6,62	–7,25	–20,24	–1,50	1,49	11,74	–4,15	–3,20	–42,67	9,52	13,82	1,87	3,06
8	–9,53	–17,75	–34,42	–4,74	–0,97	7,71	–5,23	–4,15	–44,78	0,97	13,37	–14,69	–0,26
9	–25,92	–28,93	–43,06	–4,79	–2,56	0,40	–24,69	–4,37	–50,76	–1,27	1,49	–15,44	–1,68
Durch-schnitt	6,98	–2,26	–9,48	7,73	4,54	25,71	2,24	8,60	–17,12	21,25	18,94	2,91	10,26

Aktien Deutschland · Aktien USA · Aktien Emerging Markets · Staatsanleihen Industrieländer · Gold
Schwellenländeranleihen · Unternehmensanleihen · Immobilien · Rohstoffe (ex. Edelmetalle)

Keine Prognose für die Wertentwicklung einer Fondsanlage; Alle Angaben auf Jahresbasis bis zum 31.12.2012, Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research, Verwendete Benchmarks: Deutschland: MSCI Germany TR, USA: MSCI USA TR, Aktien Emerging Markets: MSCI EM TR, Renten Industrieländer: JPM Global Govt. Bond Index TR, Renten Emerging Markets: JPM EMBI Global Composite TR, Unternehmensanleihen: BofA ML Broad Corp. Index TR, Immobilien: Real Estate Price Index Germany Bulwien, Rohstoffe (ex. Edelmetalle): S&P GSCI Non. Precious Metals TR, Gold: €/Feinunze, Hedge Funds: Credit Swiss/Tremont Hedge Fund Index NAV, Hedge Fund – Market Neutral: CS/Tremont Market Neutral Hedge Index NAV; alle Indizes währungsbereinigt in EUR (TR = Total Return Index, NAV = Net Asset Value)

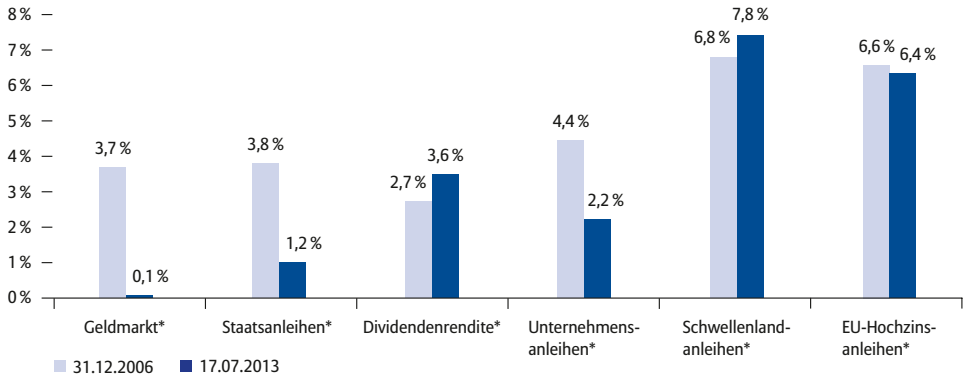
Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass Diversifikation mehr denn je wichtig bei der Kapitalanlage ist. Sie ist die erste und einfachste Form des Risikomanagements. Allerdings hilft die Empfehlung „Nicht alle Eier in einen Korb legen" nicht, wenn mehrere Körbe zur gleichen Zeit vom selben Laster fallen. Neue Körbe sowie neue Werkzeuge bzw. eue Risikomodelle bei der Kapitalanlage müssen also her.

Im Umgang mit schwarzen Schwänen

Gerade die Finanzmarkt- und jüngste EU Schuldenkrise machen bewusst: Investoren müssen sich auf das Unvorhersehbare vorbereiten. Es gilt, zukünftig besser mit schwarzen Schwänen umgehen zu können. Dennoch darf das Sicherheitsbedürfnis des Anlegers nicht dazu führen, das Prinzip „Risikovermeidung um jeden Preis" zur Leitlinie der Kapitalanlage zu machen. Denn das Problem dabei: Sicherheit – in Form von Investments in den Geldmarkt oder Staatsanleihen hoher Bonität – ist gerade während und unmittelbar nach der Krise „teuer", d. h., die Zinsen, die mit risikoarmen Anlagen zu verdienen sind, sind sehr niedrig. Schaubild 12 verdeutlicht dies anhand einer Renditegegenüberstellung verschiedener Anlageklassen vor (2006) und nach (2013) den beiden jüngsten Krisenperioden. So sind die Verzinsungen im Vergleich zum Jahr 2006 dramatisch gesunken. Berück-

Schaubild 12: Sicherheit ist teuer

Renditen verschiedener Vermögensklassen im Vergleich



* Geldmarkt = EONIA; Staatsanleihen = Barclays German Agg. Government. Redemption Yield, Dividendenrendite = MSCI Europe Dividend Yield (per Monatsultimo), Unternehmensanleihen = Barclay Euro Agg. Corporate (EUR) Red. Yield, Schwellenlandanleihen* = JPMG EMBI+ Blend. Yield, EU-Hochzinsanleihen = Barclays Pan-Euro High Yield Corporate

Keine Prognose fur die Wertentwicklung einer Fondsanlage;
Quelle: Datastream; Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research

sichtigt man zusätzlich noch die Inflationsrate von 1,6 % im Juni 2013 für den Euroraum, so muss man sogar feststellen, dass diese beiden Anlageklassen derzeit eine negative Realrendite erwirtschaften. Überspitzt formuliert würde man also mit einer entsprechenden „risikovermeidenden" Investition Geld vernichten anstatt es zu verdienen.

Wie meinte bereits der ehemalige deutsche Bundespräsident Walter Scheel: „Nichts geschieht ohne Risiko, aber ohne Risiko geschieht auch nichts."

Die Kunst moderner Investmentlösungen und Risikomodelle besteht also darin, Risiken zu zähmen und gleichzeitig die Renditepotenziale bei der Kapitalanlage freizulegen.

„Neue Körbe" mit Alternativen Investmentlösungen

Eine Möglichkeit, sich als Anleger „neue Körbe" ins Depot zu legen, die nicht zur gleichen Zeit vom selben Laster fallen, sind alternative Anlageklassen sowie Advanced Return-Strategien.

Eine Erweiterung des Anlageuniversums unter besonderer Beachtung der Korrelationsstruktur und damit der besseren Nutzung des Diversifikationspotentials kann mit alternativen Anlageklassen erreicht werden. Hierzu zählen zum Beispiel:

• Volatilität als Anlageklasse. Hierbei kann der Investor systematisch an Risikoprämien durch den Verkauf impliziter Volatilität vs. realisierter Volatilität partizipieren, vornehmlich auf Basis der Schwankungen großer Aktienindizes (z. B. EuroStoxx50, S&P500). Ziel beim Handel von Volatilitäten ist es, eine Position bzw. ein Portfolio aufzubauen, dessen Wert möglichst nur von den Veränderungen der Volatilität abhängt, nicht aber von den Veränderungen des Basiswerts.

• Infrastrukturinvestments: Anlagen, die prinzipiell als Projektfinanzierung bzw. -beteiligung in ein breites Spektrum von klassischen Infrastrukturprojekten (z. B. Autobahnen) bis hin zu erneuerbaren Energien reichen. Die Anlageklasse wird getrennt in die Ausprägungen Debt (Fremdkapitalgeber) oder Equity (Eigenkapitalgeber). Ersteres hat vorwiegend das Rendite-Risiko-Profil einer Unternehmensanleihe. Die zweite Ausprägung

entspricht der Rolle eines Eigenkapitalgebers in Infrastrukturprojekten. Dank weitestgehend gut kalkulierbarer, langfristiger Cashflows der Investitionen, sind die Renditen dieser Anlageklassen relativ stetig und weitestgehend Unabhängig von Kapitalmarktentwicklungen, wenngleich die Illiquidität ein Risiko darstellen kann.

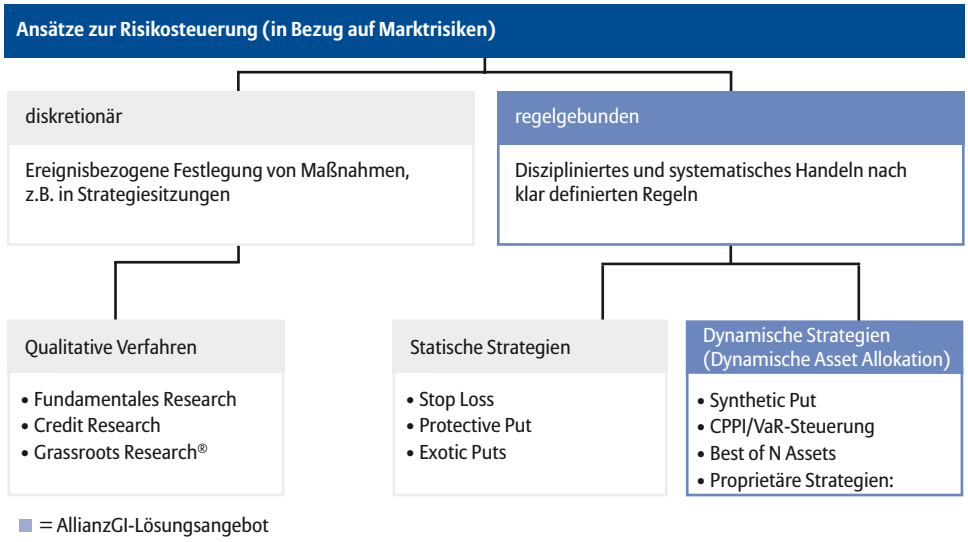
• **Währungen:** Anlagen in internationale Währungen bzw. Währungskörbe (zum Beispiel Emerging Markets-Währungen) können zur Erzielung eines unkorrelierten Zusatzertrages für Anleger attraktiv sein. Eine der gängigsten Strategien zur Generierung solcher gewinnbringenden Währungspositionen sind sogenannte Carry Trades. Der Carry Trade verfolgt die Strategie, sich in einer niedrig verzinslichen Währung zu verschulden (Short-Position), um gleichzeitig in einer höher verzinslichen Währung anzulegen (Long-Position).

• **Advanced Return/Hedge Fonds – Strategien:** Diese Strategien versuchen, Risiken im Portfolio (Downside Risk) mithilfe von Diversifikation, Derivaten oder „Short-Positionen" zu begrenzen, und daruber hinaus in nahezu jeder Marktlage nachhaltig positive Renditen zu generieren. Ertragsmoglichkeiten ergeben sich – anders als bei traditionellen „Long-only-Investments" – daher nicht nur bei steigenden, sondern auch bei fallenden Markten. Ziel ist zumeist ein Mehrertrag gegenüber Staatsanleihen bei vergleichbarem Risikoprofil, jedoch ohne die explizite Zinssensitivität von Staatsanleihen.

Diversifikation mit alternativen Anlageklassen allein ist jedoch zur effektiven Risikobegrenzung im Zeitablauf noch nicht ausreichend. Da sich die Charakteristika riskanter Anlagen in Stressphasen verändern und Investoren vor Liquiditätsrisiken oder Fehlentscheidungen des Portfoliomanagers (Alpha-Risiko) wenig geschützt sind.

Dazu bedarf es u. a. eines integrierten dynamischen Risikomanagements bei der Kapitalanlage.

Schaubild 13: Risikosteuerung in der Kapitalanlage



Quelle: Allianz Global Investors

Risikomanagement

Moderne Anlagestrategien, die die Portfoliorisiken aktiv steuern, sollten in der Lage sein, Verlustrisiken verlässlich zu mindern, ohne dabei auf Renditepotenziale verzichten zu müssen. Im Rahmen aktiver Risikosteuerung in der Kapitalanlage lassen sich im Wesentlichen drei Lösungsansätze verfolgen (vgl. Schaubild 13):

- Diskretionäre Ansätze: Ereignisbezogene Festlegung von Maßnahmen zur Risikominderung,, z. B. in Strategiesitzungen auf Basis fundamentalen Research.
- Regelgebundene statische Ansätze: Diszipliniertes und systematisches Handeln nach klar definierten Regeln zur Verlustbegrenzung. Absicherung bzw. Teilabsicherung von Marktrisiken zu fixierten Zeitpunkten, in der Regel mit Optionenen zu vergleichsweise hohen Kosten.
- Regelgebundene dynamische Ansätze: Diszipliniertes und systematisches Handeln nach klar definierten Regeln mit Verlustbegrenzung unter Berücksichtigung fundamentaler Faktoren.

Diskretionäre Ansätze sind weniger verlässlich, um sich vor Kursrisiken zu schützen. Die Entscheidungen z. B. im Rahmen von Strategiesitzungen sind häufig situativ, sodass die Gefahr besteht, mit durch emotionale Verhaltensweisen unsystematisch Risiken einzugehen. Der Einsatz von regelgebundenen Risikosteuerungsansätzen erscheint daher notwendig. Generell kann man bei regelgebundenen Risikosteuerungsansätzen zwischen statischen und dynamischen Ansätzen unterscheiden, wie Schaubild 13 zeigt. Sowohl statische als auch dynamische Ansätze verfolgen letztlich die gleiche Aufgabenstellung – das vom Anleger gewünschte Zielprofil, wie beispielsweise eine hohe Chancenpartizipation in Verbindung mit einem verbesserten Risikoschutz zu generieren. Der Weg dorthin ist jedoch unterschiedlich.

Bei den statischen Ansätzen kommen in der Regel optionsbasierte Verfahren zum Einsatz. Eine klassische Variante ist der sogenannte Protective Put, d. h. die Kombination aus einem risikobehafteten Asset, z. B. einem Aktieninvestment, und dem gleichzeitigen Kauf einer Put-Option. Erweiterungen dieser Grundstrategie basieren dann z. B. auf exotischen Optionen. Ein Nachteil dieser Strategie sind die – im Vergleich zu den dynamischen Verfahren – im Durchschnitt höheren Kosten[1]. Dies gilt vor allem in Phasen von Krisen mit hohen impliziten Volatilitäten und damit hohen Put-Prämien. Ein weiterer Nachteil betrifft die Umsetzbarkeit.

[1] Vgl. Kraus, J./Zagst, R. (2008), Stochastic Dominance of Portfolio Insurance Strategies – OBPI versus CPPI, akzeptiert zur Veröffentlichung in Annals of Operations Research.

Für ein gemischtes Portfolio mit verschiedenen Anlageklassen ist es in der Regel sehr schwierig, geeignete und fair gepreiste Optionen mit hoher Liquidität zu bekommen.

Die effizientere Alternative sind **dynamische Risikosteuerungsansätze.** Diese generieren das gewünschte Zielprofil durch regelgebundene Anpassungen der Allokation (z. B. Aktienquoten) über die Zeit. In der Regel erfolgt die Anpassung der Allokation über entsprechend liquide und dadurch kosteneffiziente Futures-Kontrakte. In dieser Strategieklasse gibt es ebenfalls eine Vielzahl unterschiedlicher Steuerungsansätze.

Der bekannteste Vertreter ist sicher die „Constant Proportion Portfolio Insurance" (CPPI-Strategie). In der einfachsten Form wird hierbei die Gewichtung in einer chancen- und risikotragenden Anlageklasse (z. B. Aktien) als (konstantes) Vielfaches des aktuellen Risikobudgets (Differenz von Portfoliowert und diskontiertem Mindestportfoliowert) gesteuert. Diese Strategie ist prozyklisch, reagiert also beispielsweise auf Kurssteigerungen am Aktienmarkt mit einer aktiven Erhöhung der Gewichtung von Aktien. Im Allgemeinen ist dieses prozyklische Verhalten renditefördernd, da im Durchschnitt ein trendhaftes Verhalten der meisten Anlageklassen vorliegt. In volatilen Marktphasen ohne klare Trends haben klassische CPPI-Ansätze jedoch Schwächen – hieran knüpfen diverse Verfeinerungen der Methodik an.

Allianz Global Investors hat für die Steuerung von Wertsicherungsmandaten ein dynamisches Verfahren entwickelt, welches deutlich umfassender als ein klassischer CPPI-Ansatz ist. Bei dem Portfolio Insurance Plus (PIP) genannten Ansatz wird mit Hilfe der Extreme Value Theory[2] die Möglichkeit des Auftretens schwarzer Schwäne systematisch berücksichtigt. Ähnliche Methoden werden auch von Versicherungen herangezogen, um die Wahrscheinlichkeit von extrem seltenen Katastrophen wie beispielsweise Tankerunglücken oder Erdbeben abzuschätzen.
Mit sogenannten Handelsfilteralgorithmen wird versucht, die Handelskosten in volatilen Seitwärtsmärkten zu optimieren. Der Vorteil von PIP gegenüber einer klassischen CPPI ist also insbesondere die höhere Ertragsstärke durch Einbeziehung aktiver Managementansätze, wirksame Handelsfilter sowie die effizientere Allokation des vorhandenen Risikobudgets über die Zeit.

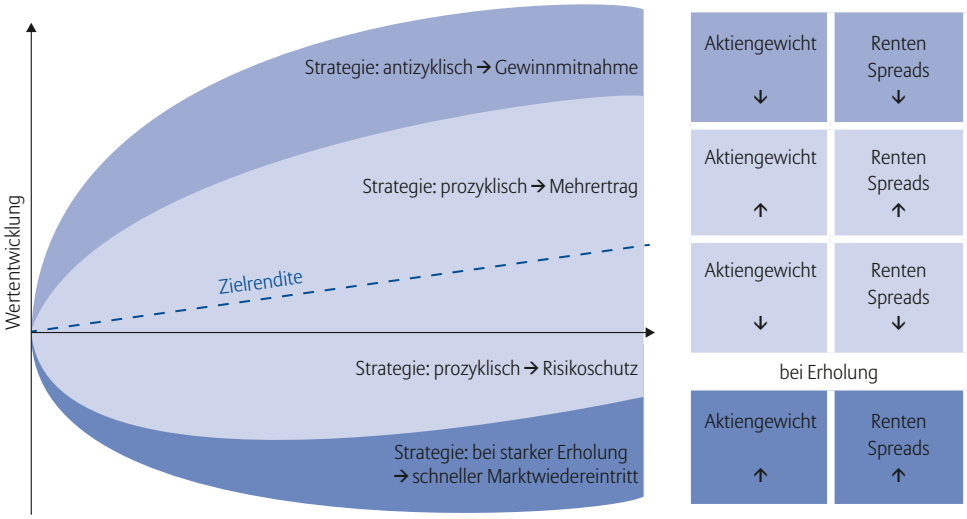
Dynamische Risikosteuerung findet auch bei modernen Multiassetlösungen mit weicher Untergrenze Anwendung. Hierbei wird dem Anleger zwar kein fester Mindestportfoliowert zugesichert, jedoch eine im Vergleich zu klassischen Balanced-Lösungen deutlich höhere Sicherheit in schwachen Märkten. Es kommt eine Reihe von dynamischen Verfahren in Frage, welche auf eine Verbesserung des Value at Risk (VaR)[3] oder weiterer Downside Risk-Maße, wie beispielsweise dem Conditional Value at Risk, abzielt. In diese Klasse von Verfahren fällt unsere Investorenlösung „Balanced Plus". Hierbei kombinieren wir mithilfe eines aktiven Managementansatzes pro- und antizyklische Elemente. Das Ergebnis ist ein sehr attraktives Renditeprofil für den Anleger, welches – im Vergleich zu einer klassischen Aktien/Renten-Benchmark – in der Historie eine überlegene Durchschnittsrendite bei deutlich erhöhter Sicherheit und Stabilität bewirkte.

Intelligente dynamische Verfahren der Risikosteuerung konnten sich während den jüngsten Krisen bewähren. Es zeigte sich, dass der Anleger eine hohe Sicherheit in schwachen Märkten erzielen und gleichzeitig in hohem Maße von einer Markterholung profitieren kann, die bislang am Ende einer jeden Finanz- und Wirtschaftskrise stand. Gleichzeitig können mit modernen Methoden im Portfoliomanagement die mit klassischen Wertsicherungsstrategien üblicherweise vorhandenen Kosten zumeist reduziert oder gar eliminiert werden.

[2] Die Extreme Value Theory verwendet einen Typ von Wahrscheinlichkeitsverteilungen, der Extremrisiken von Finanzmarktrenditen sehr viel zuverlässiger abschätzen kann, als dies bei der Normalverteilung der Fall ist.

[3] Ein Value at Risk von 10 Mio. Euro bei einer Haltedauer von einem Jahr und einem Konfidenzniveau von 95 % bedeutet, dass der mögliche Verlust des betrachteten Portfolios auf Jahressicht mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 % den Betrag von 10 Mio. Euro nicht überschreiten wird.

Schaubild 14: Pro- und antizyklische Elemente in der Risikosteuerung.



Quelle: Allianz Global Investors

Risikomanagement als Allokationskriterium

Eine neue Art der Risikoberücksichtigung im Investmentprozess liegt in der Verwendung des Risikos als zentrales Allokationskriterium. So charakterisieren sich moderne Anlagestrategien auch dadurch, dass Risiken nicht mehr alleine als Resultat einer Portfolioallokation betrachtet werden, sondern dass Risiken des Gesamtportfolios als Ziel- und Investitionsvorgabe im Vorfeld definiert werden. Dies hat zur Folge, dass die Anwendung des Risikomanagement nicht wie üblich nach dem Investmentprozess stattfindet, sondern direkt in die Entscheidungsfindung bei der Asset Allokation einfließt.

Die prinzipiell zugrundeliegende Idee ist schnell erklärt. Vorgabe im Investmentprozess sind unterschiedliche Risiko- beziehungsweise Volatilitätsspannen, in der sich das Gesamtrisiko des Portfolios bewegen darf, und die sich von risikoscheu bis risikofreudig in unterschiedliche Kategorien wie beispielsweise defensiv, konservativ, moderat oder Wachstum aufteilen lassen. Auch eine paritätische Aufteilung der Assetklassen nach deren Risikogewichtung im Portfolio ist möglich (sogenannter Risk-Parity-Ansatz). Auf Basis der Risikoziele wird dann die Selektion der einzelnen potentiellen Investments für das Portfolio vorgenommen, wobei die deren gegenseitigen Risikoabhängigkeiten (Kovarianzen) berücksichtig werden. Bei der Allokation wird also in erster Linie den Risikobeiträgen der Assetklassen eine größere Bedeutung beigemessen als den Renditebeiträgen. Die Struktur des Investmentprozesses ändert sich dabei generell nicht. So kann dieser immer noch aus den einzelnen Elementen wie strategischer oder dynamischer Asset Allokation aufgebaut werden.

Die Vorteile einer solchen Strategie liegen auf der Hand: Das Risiko wird transparent und theoretisch zur kalkulatorisch fixen Plangröße. Zwei Aspekte werden daher von den neuen Anlageideen vorweggenommen. Zum einen wird das Risiko zum Anlageziel, beziehungsweise zur vordefinierten Ziel- und Plangröße. Zum anderen wird für Investoren das zu tragende Risiko transparent vorgegeben. Die Entscheidung der Geldanlage kann in diesem Fall also anhand der Bereitschaft zur Risikoübernahme gesteuert werden. Indirekt entscheidet er damit jedoch auch über die Möglichkeiten der zu erwirtschafteten Rendite. Denn, der grundlegende Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite bleibt bestehen. Je höher das Risiko gewählt wird, desto höher sind auch die Chancen auf erhöhte Renditeerwartungen.

Understand. Act.

In der Gesamtbetrachtung folgt daraus für die Kapitalanlage:

1. Anleger müssen sich auf eine höhere Volatilität von Konjunkturzyklen 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 Erfolg versprechend.
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 selben Laster fallen können. Es geht also um die Wahl der Assetklasse. Das beginnt bei der Kombination von Anleihen und Aktien, geht weiter mit alternativen Anlageklassen sowie Absolute Return-Strategien, die ein „Jenseits von Beta" – zum Teil unabhängig von Marktschwankung – suchen.
5. „Kaufen und liegen lassen" dürfte – den schwarzen Schwan in memoriam – kaum die optimale Strategie sein. Vielmehr 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. Zu den Risikosteuerungsmethoden sind z. B. „CPPI" („Constant Proportion Portfolio Insurance") basierte Wertsicherungsstrategien zu zählen sowie intelligente dynamische Verfahren der Risikosteuerung.
6. Hinzu kommen neue Strategie-Ansätze, die das Risiko des Gesamtportfolios als zentrales Allokationskriterium im Rahmen von vorab definierten Risikokorridoren berücksichtigen.
   Hierbei fließt somit die Anwendung des Risikomanagements direkt in die Entscheidungsfindung der Asset Allokation ein.

Der Omegafaktor der Kapitalanlage

Investieren heißt heute also ganzheitlich investieren – von Alpha bis Omega. Es geht darum,

- die Marktexpertise des aktiven Managers zu nutzen und Alpha zu generieren,
- die Risikoprämien des Marktes (Beta) zu verdienen,
- und (jenseits von Beta) Marktrisiken im Portfolio entweder mit marktneutralen Strategien und/oder mit einer regelgebundenen Risikokontrolle zu mindern.

→ Es geht um den Omegafaktor der Kapitalanlage.

Dennis Nacken, Hans-Jörg Naumer

Literaturtipps

Benoit B. Mandelbrot, Richard L. Hudson (2005): „Fraktale und Finanzen"
Daniel Kahneman und Amos Tversky (1979): „Prospect theory:
An analysis of decision under risk"
Peterson, Richard L. (2007): „Inside the Investor's Brain", New Jersey
Nassim Nicholas Taleb (2008): „Der schwarze Schwan"
Nassim Nicholas Thaleb (2012): Antifragile – Things That Gain from Disorder"
Wikipedia.org zu Verhaltensökonomik und der Prospekttheorie:
http://de.wikipedia.org/wiki/Verhaltens%C3%B6konomik
http://de.wikipedia.org/wiki/Prospect_Theory

Ihre Notizen

Weitere Analysen von Global Capital Markets & Thematic Research

Risiko. Management. Ertrag.
- → Investieren mit „Smart Risk“ in Zeiten finanzieller Repression
- → Risk Management in Zeiten des Schuldenabbaus
- → Aktives Management
- → Neue Zoologie des Risikomanagents der Kapitalanlage
- → Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI)
- → Portfolio Health Check®: Vorbereitet sein für die „Finanzielle Repression“

Finanzielle Repression
- → Der Abstieg vom Schuldengipfel
- → Internationale Geldpolitik in Zeiten finanzieller Repression: ein Paradigmenwechsel
- → Lautlose Entschuldung oder Schuldenschnitt: Finanzielle Repression und Regulierung
- → Finanzielle Repression findet bereits statt
- → Finanzielle Repression: Die lautlose Entschuldung

EWU
Unser umfangreiches Angebot an Studien rund um den Euro finden Sie direkt auf der Homepage unseres Eurozone Resource Center

Dividenden
- → Dividendenstrategien in Zeiten von großem Gewinnpessimismus
- → Dividendentitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!
- → Dividendenstrategien im Umfeld von Inflation und Deflation
- → Hohe Ausschüttungsquote = hohes künftiges Gewinnwachstum

Welt im Wandel
- → Erneuerbare Energien – Investieren gegen den Klimawandel
- → Der „grüne“ Kondratieff – oder warum Krisen gut sind
- → Krisen – oder: die schöpferische Kraft der Zerstörung

Anleihen
- → Langfristiges Szenario für Schwellenländerwährungen
- → High Yields
- → Der Markt für US-High-Yield-Anleihen: groß, liquide und attraktiv
- → Credit Spreads – Risikoprämien bei Anleihen
- → Unternehmensanleihen
- → Warum asiatische Anleihen?

Demografie – Pension – Langlebigkeitsrisiko
- → Langlebigkeitsrisiko der betrieblichen Altersvorsorge
- → Niedrige Rechnungszinsen im Bilanzstichtag – Auswirkungen auf die Internationale Bewertung von Pensionsverpflichtungen
- → Grundwissen zur IFRS-Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen
- → Kompendium Zeitwertkonten
- → Kompendium Insolvenzversicherung
- → Pensionsrisiken der betrieblichen Altersversorgung
- → Ausfinanzieren von Pensionsverpflichtungen
- → Demografische Zeitenwende (Teil 1)
- → Altersvorsorge im Demografischen Wandel (Teil 2)
- → Investmentchance Demografie (Teil 3)

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance
- → Überliste dich selbst: Die Odysseus-Strategie
- → Überliste dich selbst – oder: Wie Anleger die „Lähmung“ überwinden können
- → Überliste dich selbst – oder: Vom „intuitiven“ und „reflexiven“ Verstand
- → Behavioral Finance und die Ruhestandskrise
- → Erkenne dich selbst!

Alle unsere Publikationen, Analysen und Studien können Sie unter der folgenden Adresse online einsehen:
http://www.allianzglobalinvestors.de

@AllianzGI_DE folgen www.twitter.com/AllianzGI_DE

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die Erträge daraus können sowohl sinken als auch ansteigen und Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück.

Die hierin enthaltenen Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus unterschiedlichen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich betrachtet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert und es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht durch grobe Fahrlässigkeit oder vorsätzliches Fehlverhalten verursacht. Bestehende oder zukünftige Angebots- oder Vertragsbedingungen genießen Vorrang.

Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Herausgegeben von Allianz Global Investors Europe GmbH (www.allianzglobalinvestors.eu), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland mit eingetragenem Sitz in Bockenheimer Landstr. 42 – 44, D-60329 Frankfurt/Main, zugelassen und beaufsichtigt von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

www.allianzglobalinvestors.de

Allianz Global Investors
Europe GmbH
Bockenheimer Landstr. 42 – 44
60323 Frankfurt am Main

PEFC/04-31-0745

Stand: August 2013

Bei dieser Broschüre handelt es sich um Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.