

### Wie Schwarze Schwäne zur Plage wurden

Die Aktienmärkte kollabierten in einer nie dagewesenen Geschwindigkeit. Nach lediglich fünf Handelstagen hatte der S&P 500 vom Allzeithoch am 19. Februar mehr als 10% verloren. Ein Bärenmarkt, d.h. ein Verlust von mehr als 20%, war nach 16 Handelstagen erreicht, ein Verlust von mehr als 30% nach 22 Tagen. Lediglich die Abverkäufe in 1929 und 1987 sind noch annähernd vergleichbar – in diesen Jahren wurde die Verlustmarke von 30% nach 31 bzw. 38 Handelstagen gerissen (siehe Abb. 1).

Diese außergewöhnliche Marktentwicklung ist nicht auf Aktien allein beschränkt. Seit Jahresbeginn ist eine hohe Anzahl abrupter, scharfer Marktbewegungen über alle Anlageklassen hinweg zu beobachten. Nach unten sowie nach oben. Bis Anfang April gab es dieses Jahr bereits 44 solcher sogenannten 4-Sigma Tagesbewegungen in zwölf ausgewählten Anlagen (siehe Abb. 2) – doppelt so viele wie im Gesamtjahr der Finanzmarktkrise in 2008. Das sind Tagesbewegungen, die mindestens 4-mal größer sind als die Standardabweichung (Volatilität) der Tagesbewegungen der letzten 100 Tage. So verlor der EuroStoxx 50 Index am 12. März 12,4%, eine Bewegung, die mehr als 9-mal größer ist als die Volatilität der Renditen der damals letzten 100 Handelstage in Höhe von 1,35%. Die Wahrscheinlichkeit solcher Bewegungen liegt unter Annahme der Normalverteilung bei unter 0,01%. Die Geschehnisse der vergangenen Wochen sind somit statistisch höchst unwahrscheinlich.

Spätestens seit der Finanzmarktkrise ist den Marktteilnehmern bewusst, dass solche „Schwarzen Schwäne“ existieren. Denn Tagesbewegungen bzw. Renditen sind nicht normalverteilt. Ihre Verteilungen weisen sogenannte „Fat Tails“ auf, d.h. erhöhte Wahrscheinlichkeiten extremer Bewegungen. Allerdings scheint es, dass das, was im Umfeld der Finanzmarktkrise zu beobachten war, in den letzten Jahren immer mehr zur Normalität wurde. In 2020 wurden Schwarze Schwäne dann schlussendlich zur Plage. Dafür gibt es gute Gründe. Und diese liegen nicht allein in der Vollbremsung der Wirtschaft durch die Maßnahmen zur Bekämpfung der Coronavirus-Pandemie.

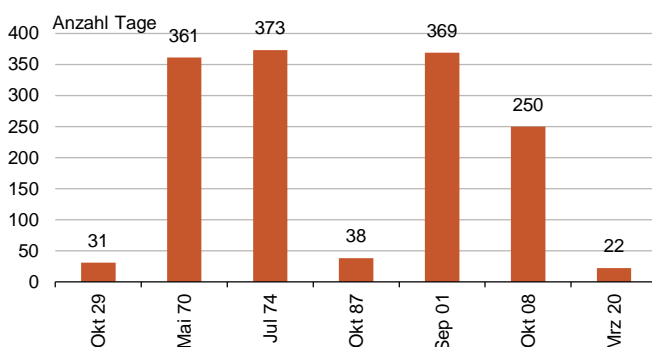
Im **Fokus** kommentieren wir außergewöhnliche Marktereignisse und analysieren kapitalmarktbezogene Sonderthemen.

*Seit Jahresbeginn gab es schon doppelt so viele extreme Kapitalmarktbebewegungen wie im ganzen Jahr der Finanzmarktkrise 2008*

*„Schwarze Schwäne“ existieren und wurden zur Plage*

**Abb. 1: 22 Tage - schnellste 30%-Korrektur im S&P500 aller Zeiten**

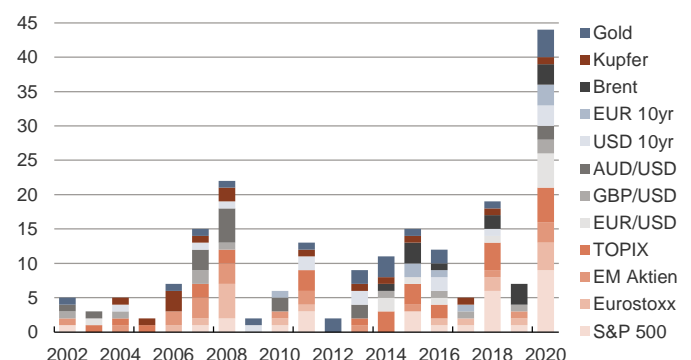
Die Anzahl der Tage bis zu einer 30%-Korrektur des Index S&P 500 vom vorherigen Allzeithoch - aktuelle Situation nur noch vergleichbar mit 1929 und 1987



Betrachtungszeitraum: 03.01.1928-03.04.2020  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

**Abb. 2: Extremen Marktbewegungen in allen Anlageklassen**

Anzahl von Tagesbewegungen mindestens 4-mal größer als die Standardabweichung der Tagesbewegungen der letzten 100 Tage in 12 unterschiedlichen Anlagen



Zeitraum: 01.01.2002-03.04.2020  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



Die Ursache für die extremen Marktbewegungen ist vielmehr, dass sich die Struktur und das Verhalten der Kapitalmärkte in den vergangenen zehn Jahren wesentlich verändert haben. Steigende Liquiditätsanforderungen, beispielsweise durch ein zunehmend gleichgerichtetes Verhalten der Anleger, treffen auf eine deutlich verringerte Qualität der Liquidität. Beispielsweise gibt es immer weniger Value-Investoren, die auch mal konträr zum Marktgeschehen agieren. Zudem nehmen Banken seit der Finanzmarktkrise wegen strengerer regulatorischer Anforderungen deutlich weniger Risiken aufs eigene Buch. Anleger können nicht darauf vertrauen, dass Liquidität grundsätzlich verfügbar ist. Im Gegenteil: Liquidität versiegt genau dann, wenn man sie am nötigsten braucht – wenn die Volatilität steigt. Auf dieses zunehmend schwierige Umfeld für Anleger haben wir in den letzten zwei Jahren kontinuierlich hingewiesen.<sup>1</sup>

*Die Struktur und das Verhalten der Kapitalmärkte haben sich in der letzten Dekade wesentlich verändert*

### **Zunehmende Bedeutung regelbasierter Anlagestrategien...**

Einen wesentlichen Anteil am geänderten Verhalten der Märkte resultiert aus dem zunehmenden Einfluss regelbasierter Anlagestrategien zumindest auf das kurzfristige Marktgeschehen. Solche Strategien haben über die letzte Dekade wesentlich an Bedeutung gewonnen, beispielsweise auch in Form von Roboadvisors. Hier spielen insbesondere Ansätze mit Zielvolatilität, Risikoparitätsansätze, Trendfolge- (CTAs) und Short-Volatilität-Strategien eine zentrale Rolle.

*Ansätze mit Zielvolatilität, Risikoparitätsansätze, Trendfolge- und Short-Volatilität-Strategien spielen eine zentrale Rolle*

Ansätze mit Zielvolatilität allokatieren systematisch über Anlageklassen, sodass die erwartete Volatilität des Portfolios der Zielvolatilität entspricht. Teilweise werden auch Optionen oder Futures eingesetzt, um die Zielvolatilität zu erreichen. Risikoparitätsansätze streben – im Gegensatz zur eher „traditionellen“ Allokation von Kapital – Diversifizierung durch ausbalancierte Risikobeiträge einzelner Anlageklassen an. Anlageklassen mit geringer Volatilität erhalten entsprechend ein höheres Gewicht als jene mit höherer Volatilität. Im Multi-Asset Bereich erhalten Anleihen damit im historischen Schnitt ein Portfoliogewicht von rund 70%. Damit bei einer solchen Allokation eine ansprechende absolute Rendite erzielt werden kann, erfolgt in der Regel eine Hebelung der gesamten Allokation. Beide Ansätze wirken mit ihrem pro-zyklischen Verhalten trendverstärkend. Da steigende Aktienmärkte in der Regel von fallender oder niedriger Volatilität begleitet werden, wird in diesen Zeiten die Allokation in Risikoanlagen erhöht. Fallen die Aktienmärkte und springen die Volatilitäten wiederum an, reduzieren die Strategien systematisch die Allokation in Risikoanlagen. In einem Umfeld, in dem die Volatilitäten aller Anlageklassen stark ansteigen, kommt es in beiden Strategien nicht nur zur Reallokation zwischen verschiedenen Anlageklassen sondern letztlich zum Abbau von Risiken in allen Anlageklassen. Der Abbau der Hebelung von Risikoparitätsansätzen verstärkt diesen allgemeinen Abverkauf. Dieser wiederum führt zu einer steigenden Korrelation zwischen allen Anlageklassen. Der Diversifikationseffekt geht verloren und die regelbasierten Ansätze müssen noch mehr Risiken abbauen. Eine Teufelskreis, der erst endet, wenn die Risiken auf ein extrem niedriges Niveau reduziert wurden.

### **...die gleichgerichtet und trendverstärkend agieren**

All diese Strategien tragen damit sowohl zu Regimen niedriger Volatilitäten, als auch zum schnellen Anstieg dieser bei, indem sie gleichgerichtet und trendverstärkend agieren. Im Fall extremer Positionierung bedarf es möglicherweise nicht einmal

*All diese Strategien tragen sowohl zu Regimen niedriger Volatilitäten als auch zum schnellen Anstieg dieser bei*

<sup>1</sup>Siehe zum Beispiel Beitrag des Autors in „Anlagechancen 2019: Die Hausse vor dem Ende“, Verlag FUCHSBRIEF, Oktober 2018 sowie Berenberg Märkte – Fokus „Achtung Risiko – Die Anfälligkeit der Märkte steigt“, 11. Oktober 2018.

eines großen fundamentalen Auslösers, um eine scharfe Trendumkehr in Gang zu setzen. Und in der Tat, nach der sehr guten Entwicklung aller Anlageklassen und der niedrigen Volatilität im Jahr 2019 hatten all diese Strategien zu Jahresbeginn eine Aktienallokation deutlich oberhalb ihres jeweiligen langfristigen Durchschnitts. Das machte die Märkte anfällig (siehe Abb. 3). Neben der Tatsache, dass wir nur begrenztes fundamentales Potenzial bei Aktien in 2020 sahen, schließlich hatten die Aktienmärkte eine Konjunkturerholung bereits eingepreist, war die extreme Positionierung regelbasierter Anlagestrategien ein Grund, weshalb wir zu Jahresbeginn nur sehr verhalten optimistisch für die Entwicklung von Aktien waren.

Das Gros dieser regelbasierten Ansätze hat dieses Jahr keine überzeugende Wertentwicklung generieren können, wie in vielen Fällen auch bereits in den letzten Jahren. Und erste Anleger ziehen sich scheinbar wieder aus solchen Ansätzen zurück. So berichtete Bloomberg, dass Chinas Staatsfonds mit einem Volumen von 941 Milliarden Dollar sein Risiko-Paritäts-Portfolio bereits um etwa 50% reduziert hat. Wie ist es aber zum starken Aufstieg von trendfolgenden Anlagestrategien gekommen? Eine wesentliche Rolle spielten dabei der langanhaltende Bärenmarkt von 2000 bis 2003 sowie die Finanzmarktkrise. Während der Finanzkrise haben trendfolgende Ansätze davon profitiert, dass die Aktienmärkte von den Höchstständen im Oktober 2007 zunächst langsam fielen. Trendfolgende Strategien hatten damit bereits Risiken abgebaut, bevor es zum Crash im Herbst 2008 kam. Sie gingen als die großen relativen Gewinner aus der Finanzkrise hervor und erhielten in der folgenden Dekade großen Zuspruch, denn allen Anlegern steckte die Erinnerung an die Finanzmarktkrise in den Knochen und eine Wiederholung dieser Erfahrung galt es möglichst zu vermeiden. Auch Backtests von neu aufgelegten Strategien zeigen i.d.R. eine starke relative Performance während der Finanzmarktkrise oder während des Bärenmarktes 2000 bis 2003 (siehe Abb. 4). Die Backtests reichten aber meist nicht zurück in das Jahr 1987, geschweige denn das Jahr 1929, in denen ähnlich wie in 2020 die Märkte in kürzester Zeit vom Allzeithoch stark einbrachen.

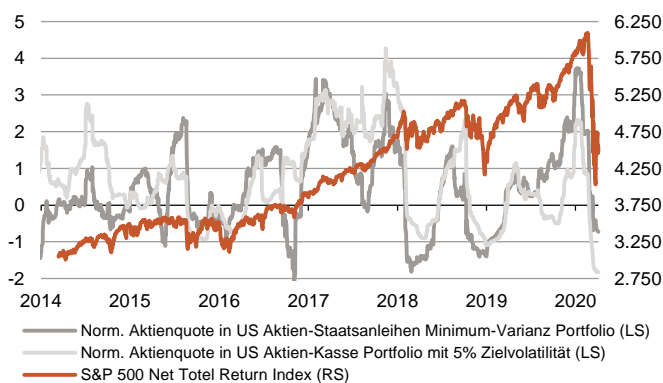
*Trendfolgende Strategien waren im Bärenmarkt 2000-2003 sowie in der Finanzmarktkrise erfolgreich*

### Lehren für Anleger

Die Verhaltensweise regelbasierter Anlagestrategien bestimmt aktuell wesentlich das kurzfristige Verhalten der Kapitalmärkte. Anleger sollten sich gut überlegen, ob sie auf solche Strategien setzen wollen oder nicht. Aus unserer Sicht erscheint es sinnvoll, stattdessen zu versuchen, von der Kenntnis der Verhaltensweisen dieser Stra-

**Abb. 3: Systematiker haben Aktienpositionierung stark reduziert**

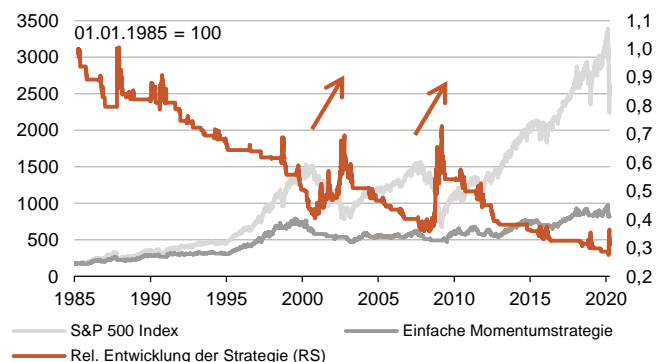
Normalisierte Aktienquote simulierter systematischer Anlagestrategien auf Basis der Volatilität der letzten 60 Handelstage



Zeitraum: 01.01.2014-03.04.2020  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

**Abb. 4: Momentum in 2000-03 und in Finanzmarktkrise erfolgreich**

Einfache Momentumstrategie, die im S&P500 investiert ist, wenn die Wertentwicklung des Index über die letzten 100 Handelstage positiv war und ansonsten Kasse hält



Zeitraum: 01.01.1985-03.04.2020  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



tegien zu profitieren. Eine extreme Positionierung dieser Anlagegruppe beeinträchtigt das zukünftige Chance-Risiko-Verhältnis an den Kapitalmärkten. Nach dem starken Abverkauf sind systematische Strategien derzeit extrem defensiv positioniert – so hat deren Aktienquote historische Tiefstände erreicht (siehe Abb. 3). Das bietet auf einen mittleren Zeithorizont Chancen, denn geht die Volatilität zurück und bilden sich positive Trends, werden diese Strategien wieder zunehmend Aktien kaufen.

Die Corona-Krise liegt leider noch lange nicht hinter uns, so dass eine abschließende Beurteilung nicht möglich ist. Aus heutiger Sicht spricht aber Vieles dafür, dass sich der starke Trend der letzten Dekade hin zu trendfolgenden Anlagestrategien eher abschwächen dürfte. Je mehr Anleger solche Strategien verfolgen und gleichgerichtet agieren, desto weniger überzeugend dürften deren realisierten Wertentwicklungen ausfallen.



# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie

## AUTOR



**Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie**  
Leiter des Bereich Multi Asset und zuständig für die Kapitalmarkt-  
meinung des Wealth and Asset Management  
+49 69 91 30 90-500 | bernd.meyer@berenberg.de

Zur Reihe Berenberg Märkte  
gehören folgende Publikationen:

- Monitor
- ▶ Fokus
- Investment Committee
- Protokoll

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

## WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung.

Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt.

Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 20. April 2020

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
Telefax +49 40 350 60-900  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de](mailto:MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de)