

# Diversifikation: Quo vadis?



**Von Thomas Urs Fischer, CFA**  
Chief Investment Officer / Leiter Anlagestrategie  
Berner Kantonalbank BEKB

Die Diversifikation von Vermögenswerten ist wahrscheinlich das wichtigste Credo im Anlagebereich. Sie wird gerne mit Aussagen umschrieben wie «Nicht alle Eier in den gleichen Korb legen» oder «der einzige Free Lunch beim Anlegen».

In der Umsetzung ist Diversifikation in mehreren Dimensionen möglich, beispielsweise nach Regionen, Sektoren oder über Anlageklassen. Die wichtigste Feststellung ist die austarierende Wirkung von Obligationen in Kombination mit einem Aktienportfolio, welche spätestens 1952 seit der Erkenntnis von Harry Markowitz zu einem der gebräuchlichsten Grundsätze bei der Formulierung von Anlagestrategien wurde. Während Finanzmarkt-Krisen sind hingegen auch regelmässig kritische Stimmen laut geworden, weil bei Rücksetzern plötzlich auch vermeintlich solide Anlagen grössere Preiskorrekturen mitmachen.

In den letzten zwei Jahren scheint die Prämisse der Diversifikation einmal mehr auf eine harte Probe gestellt worden zu sein. Es ist Zeit für eine Überprüfung dieses Anlagecredos.

## **Diversifikation über Anlageklassen: Machen Obligationen noch Sinn?**

Im Jahr 2022 verzeichneten Aktien und Obligationen gleichermaßen Rücksetzer im zweistelligen Prozentbereich. Für Obligationen in Schweizer Franken, dem Bollwerk in institutionellen Portfolios, war dies ein Novum. Stimmen wurden laut, dass Diversifikation nicht funktioniert habe und neue Anlagen notwendig sein würden.

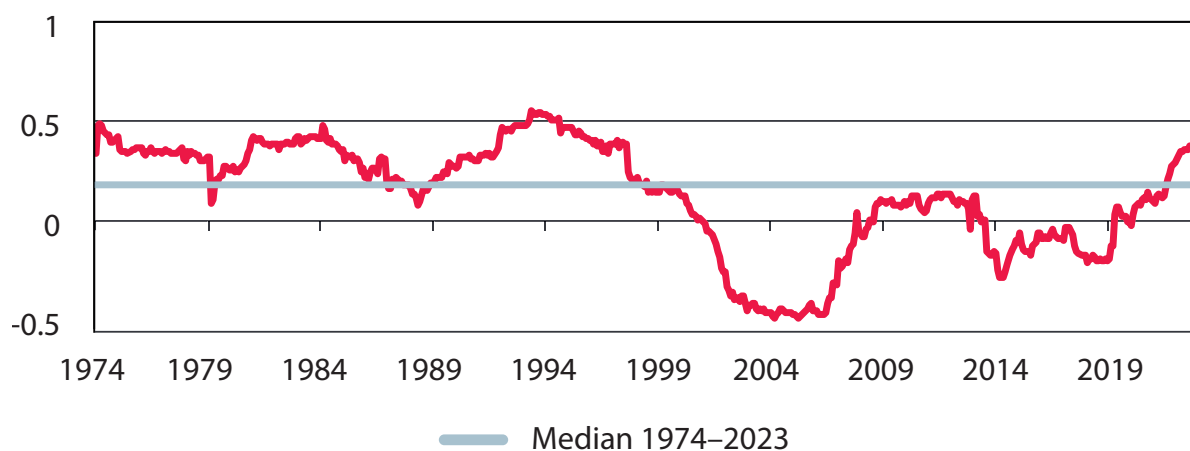
Seit vielen Jahren wird die austarierende Wirkung von Obligationen und Aktien hervorgehoben. Die statistische Beschreibung erfolgt idealerweise mit der Berechnung des Korrelationskoeffizienten: Ein Wert von 1 bedeutet perfekter Gleichlauf, ein Wert von Null

entspricht einer eigenen Entwicklung und ein Wert von  $-1$  entspricht de facto einer perfekten Gegenläufigkeit. Seit den 2000er Jahren ist die Korrelation von Erträgen auf Aktien und Obligationen nahe Null oder leicht negativ. Der Treiber ist einzig auf die Kursgewinne von Obligationenanlagen zurückzuführen, welche durch Globalisierung, Disinflation und einer damit verbundenen chronisch expansiven US-Geldpolitik angetrieben wurden.

Viele Investments sind zinsensitiv (auch Aktien) und lassen sich in eine Kombination von langjährigen zukünftigen Cash-Flows unterteilen, welche schliesslich mit Marktzinsen in der Gegenwart bewertet werden. Bei einem Inflationsschub und einer damit verbundenen schockartigen Zinswende steigt mindestens der risikofreie Zins für diese Bewertung, und in Folge dieser Anpassung sinkt der Wert langfristiger Anlagen. Kurzfristig profitieren in solchen Situationen primär Geldmarktanlagen, weil deren Preissetzung nicht auf mehrjährigen Cash-Flows basiert.

Das Tiefzins-Umfeld der 2010er Jahre erlebte ein überraschend abruptes Ende, und Investments erfuhren deshalb eine umfassende Neubewertung an eine neue Zinssituation, die aufgrund der Ausgangslage und des Überraschungseffekts die entsprechend hohen Rücksetzer auslöste. Dies sollte jedoch noch kein Grund sein, die Diversifikation von Anlagen in Frage zu stellen, denn dieser Effekt ist rein zyklisch, und auf den starken Rücksetzer folgte alsbald eine gleichermaßen starke Erholung. Überhaupt ist die zyklische Dimension der Diversifikation absolut zentral. Idealerweise legt in einem Portfolio der Obligationenteil dann zu, wenn die Aktienmärkte stark fallen. Wenn hingegen Aktienmärkte steigen, werfen Obligationen eine deutlich tiefere, aber hoffentlich

## Korrelation zwischen Schweizer Aktien und Obligationen



**Rollende Korrelation monatlicher Renditen über 5 Jahre für Schweizer Aktien und Obligationen.**

*Eigene Berechnung*

positive Rendite ab. Das Korrelationsbedürfnis ist deshalb asymmetrisch: Wir wollen die stützende Wirkung nur bei Rücksetzern am Aktienmarkt. Was beispielsweise auch in den Rezessionen der 1970er und frühen 1980er Jahre der Fall war, wurde 2023 erneut bestätigt, als nach dem Aufkommen der Bankturbulenzen Aktienmärkte korrigierten und die Renditerückgänge bei den Obligationen balancierend wirkten.

Der Mythos der negativen Korrelation scheint sich mitunter wohl deshalb in viele Köpfe eingebrannt zu haben, weil die heute verwendeten Datenreihen oft nur bis in die späten 1990er Jahre zurückreichen – just dann, als die Korrelation stark zurückkam. Im historischen Vergleich stellt diese Situation jedoch eine Ausnahme dar. Einen Hinweis dazu liefern Angaben aus der Literatur vor der Finanzkrise. So postulierte der langjährige Anlagechef der Universität Yale im Jahr 2007 noch eine positive Korrelation zwischen Aktien und Obligationen. Mit der Abkehr vom Tiefzinsumfeld dürften wir wieder in ein normales Gefilde gelangt sein. Eine leicht positive Korrelation zwischen Aktien und Obligationen erscheint schon nur aufgrund der stark inversen Zinskurven plausibel – jede Abkehr davon würde voraussetzen, dass wir ein chro-

nisch sinkendes Zinsniveau erleben würden. Diversifikation ist deshalb nicht dem Tode geweiht, vielmehr sollte hinterfragt werden, ob die Risikozahlen, welche anhand dieses Zeitraums berechnet werden, tauglich sind. Eigene Berechnungen zeigen, dass die Volatilität von Portfolios in den nächsten Jahren eher höher sein dürfte als dies seit den 2000er Jahren der Fall war.

Als Fazit soll festgehalten werden, dass das Credo der Diversifikation über die Anlageklassen weiterhin seine Gültigkeit hat. In der Messung sollte man jedoch der empirischen Realität Rechnung tragen. Zudem wird die mittelfristige Volatilität von gemischten Portfolios eher höher ausfallen als in den letzten 20 Jahren. Obligationenmärkte nehmen angesichts der markant inversen Zinskurven bereits einige Zinssenkungen vorweg und damit ist das Kurssteigerungspotenzial begrenzt

### **Klumpenrisiken an den Aktienmärkten: Vermeidung mittels Diversifikation?**

Nach dem grossen Kursrückgang im Jahr 2022 folgte die Trendumkehr – besonders stark meldete sich 2023 eine kleine Gruppe von grossen US-Technologiekonzernen zurück. Die «Magnificent 7», die sieben grössten Firmen in

den USA (nach Marktkapitalisierung) eilten der ganzen Welt davon und wurden noch dominanter.

Bereits in der Vergangenheit gab es mehrere Phasen von hoher Firmen- oder Länderkonzentration. Ende der 1960er Jahre war in den USA die Marktkonzentration ebenso erhöht wie heute, oder in den 1980er Jahren machte der japanische Aktienmarkt beinahe 50% der Marktkapitalisierung entwickelter Aktienmärkte aus. Oft führte eine solche Entwicklung schliesslich zu einer Trendumkehr, weshalb Diversifikationsregeln entwickelt wurden wie Limitensetzung oder gar Gleichgewichtung. Schweizer Aktienanleger sind mit der Problematik bestens vertraut, machen doch die drei Schwergewichte Nestlé, Novartis und Roche seit vielen Jahren über 40% der Marktkapitalisierung des Schweizer Aktienmarkts aus. Viele Ansätze zur Risikostreuung blieben derweil mindestens performanceseitig im Hintertreffen.

Aus finanzökonomischer Sicht erscheinen viele Strategien, welche die Marktkräfte an den Aktienmärkten zu überwinden versuchen, als problematisch. Zum kapitalistischen Prozess gehört es eben, dass Firmen mit neuen Technologien und Produkten die früheren Platzhalter verdrängen. Die Gefahr,

dass man in den Gewinnern von morgen unterinvestiert und in Verlierern überinvestiert ist, ist einfach zu gross. Möglicherweise können Methoden der ESG-Filterung Abhilfe schaffen. In Bezug auf die Performance und das realisierte Risiko schien dies bisher gegeben. Allerdings wird die Auswahl an verfügbaren Instrumenten kleiner, weshalb Klumpenbildung theoretisch eher begünstigt wird.

Wie ist die Situation heute einzustufen? Die positiven Hoffnungen hinsichtlich künstlicher Intelligenz verdienen Beachtung, und ein Szenario mit mehrjährig erhöhtem Produktivitätswachstum wie um die Jahrtausendwende ist durchaus realistisch. Allerdings ist die Einpreisung optimistischer Ergebnisse bei den heutigen Superstar-Firmen bereits weit fortgeschritten. Die Lehren aus der Vergangenheit motivieren deshalb, Vorkehrungen zu treffen. Insofern erscheint heute der Einsatz von Aktienportfolios mit alternativen Gewichtungskriterien (insbesondere gleichgewichtet) als temporäre Beimischung als sinnvoll. Er sollte sich jedoch auf die

taktische Ebene (Sicht 12 Monate) beschränken. Sich komplett gegen die Marktkapitalisierung zu stellen, käme einer Nicht-Berücksichtigung des technologischen Fortschritts gleich.

#### **Diversifikation lebt!**

Auf eine eingehende Behandlung der Diversifikation für Obligationen soll hier verzichtet werden. Die globalen Obligationenmärkte weisen heute allesamt einen hohen Gleichlauf auf. Es sei einzig erwähnt, dass es innerhalb von Obligationenportfolios gängige Praxis ist, mit Schuldnerlimiten zu arbeiten.

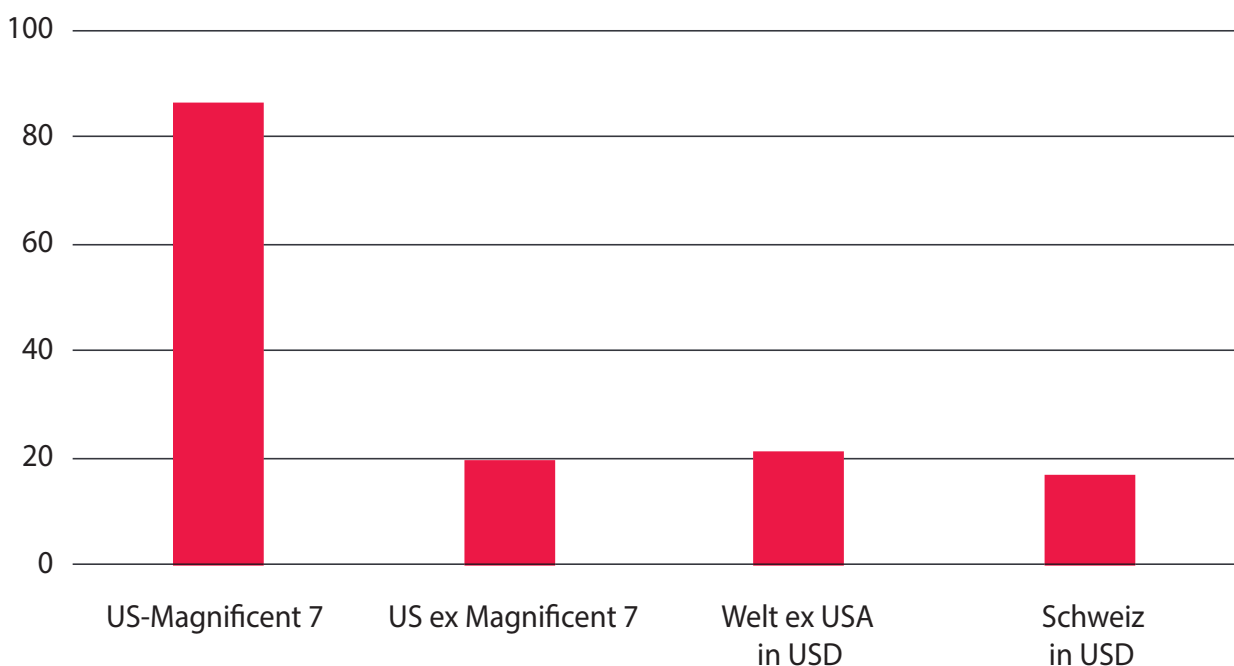
Einzig eine neue Staatsschuldenkrise könnte dazu führen, dass sich die Spreu vom Weizen trennt. Sollte allerdings im Markt für US-Staatsanleihen eine solche Krise ausbrechen, dürften sich manche Anlagen kaum den Marktverwerfungen entziehen können. Das Diversifikations-Credo dürfte dann wiederum hinterfragt werden. Gold dürfte in einer solchen Situation starke Avancen aufzeigen. Bereits heute stark auf ein solches Szenario zu setzen, würde jedoch dem weiterhin gültigen Grund-

satz der Diversifikation von Vermögenswerten widersprechen, der zum Ziel hat, Vermögen über den Zeitablauf auch bei unvorhergesehenen Ereignissen in vielen Fällen zu glätten. Diesbezüglich ist der Leistungsausweis von Gold im Zeitablauf durchwachsen und ein Einsatz sollte im Zusammenspiel mit anderen Anlageklassen erfolgen. Mittels Festlegung von Bandbreiten und einem regelmässigen Rebalancing kann dabei eine aktive Risikokontrolle stattfinden und das antizyklische Verhalten verbessert werden.

Das Credo bleibt: Diversifikation funktioniert. Sie liefert einen Mehrwert für unvorhergesehene Eventualitäten. Hilfreich bleiben dabei realistische Erwartungen. Auch Diversifikation ist keine eierlegende Wollmilchsau.

*thomas.fischer@bekb.ch*  
*www.bekb.ch*

## Performance 2023 in Prozent



#### **Gesamtrendite 2023 in US-Dollar (MSCI Indizes)**

*Quelle: Factset. Magnificent 7: Apple, Microsoft, Amazon, Nvidia, Alphabet, Tesla, Meta*