

06.12.2017 – 07:20 MÄRKTE / MAKRO

Diversifikation zahlt sich wieder aus

FRANK HEINIGER



«Nicht alle Eier in einen Korb legen» gehört zu den wichtigsten Investmentregeln.
(Bild: Thomas Kummerow/Plainpicture)

Die Gleichläufigkeit der bedeutenden Anlageklassen hat sich deutlich verringert. Investoren dürfen sich aber nicht in Sicherheit wöhnen.

Wie schrieb bereits Aristoteles: «Das Ganze ist mehr als die Summe seiner Teile.» Diesen Grundsatz gilt es auch in der Portfoliogestaltung zu beachten. So ist für Anleger nicht bloss relevant, welches Rendite-Risiko-Profil ein spezifisches Investment besitzt. Wichtig ist auch, wie sich der Kurs im Vergleich zu anderen Assetklassen verhält. Denn der erwünschte Diversifikationseffekt – darunter etwa die Senkung der Volatilität – stellt sich nur dann ein, wenn sich die Notierungen der Vermögenswerte unterschiedlich entwickeln.

Die Korrelation zwischen Aktien, Anleihen, Währungen und Rohstoffen ist allerdings nicht statisch, sondern einem stetigem Wandel unterworfen. Bestens belegt ist etwa das Phänomen, dass die Gleichschaltung in turbulenten Zeiten zunimmt – der Diversifikationseffekt in einem Portfolio also gerade dann schwindet, wenn er am dringendsten benötigt würde. Auch variiert das Korrelationsregime unter anderem abhängig vom Zinsniveau.

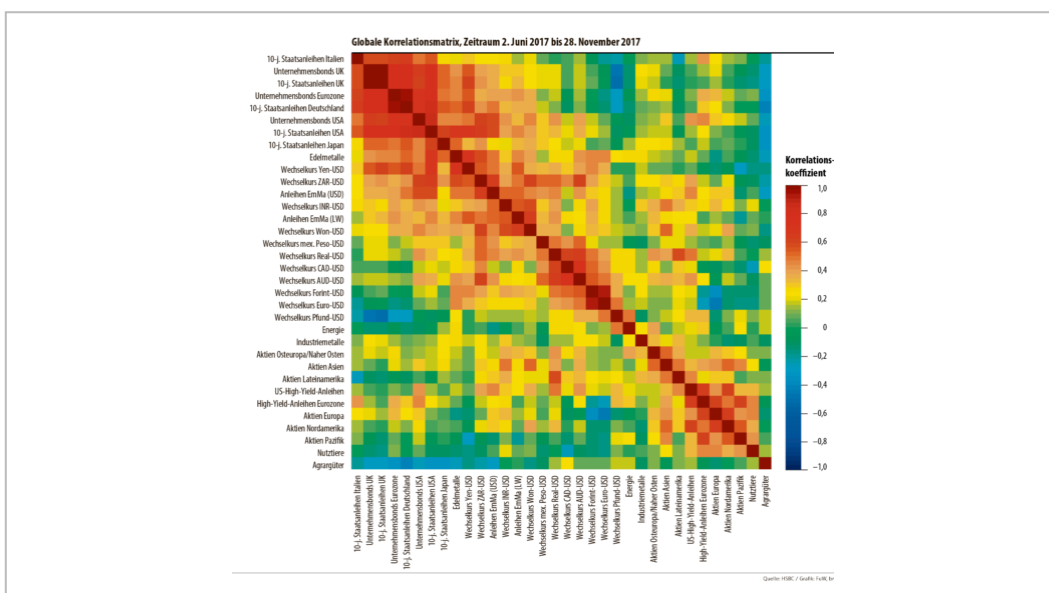
Diese Veränderungen zeigen sich im Verhältnis zwischen Aktien und Anleihen: Bei vielen Anlegern scheint sich die Ansicht eingebürgert zu haben, dass die Bondpreise fallen, wenn die Aktienkurse steigen – und vice versa. Doch handelt es sich hierbei bloss um das seit Ende der Neunzigerjahre herrschende Marktregime. Eine Studie von Graham Capital Management belegt, dass seit den 1870er-Jahren mehrheitlich das Gegenteil dominierte: In 1063 Monaten fiel der Zusammenhang positiv aus. Nur während 635 Monaten war die Korrelation negativ.

Crash der Korrelationen

Wie rasch sich das Regime verändern kann, illustrieren die jüngsten Quartale: Noch 2016 notierten die Korrelationen auf unüblich hohen Niveaus. Die Gleichläufigkeit war so stark, dass der Internationale Währungsfonds (IWF) bereits vor einer potenziellen Bedrohung der globalen Finanzmarktstabilität warnte.



Nach dem Wahlsieg von US-Präsident Trump sackten die Indikatoren aber in sich zusammen – was sich etwa im Index von Morgan Stanley niederschlug, der das globale Zusammenspiel von Aktien, Bonds, Währungen und Zinsen misst. Gemäss den Analysten der Investmentbank brach sowohl auf regionaler Ebene als auch zwischen den einzelnen Assetklassen die Gleichlufigkeit auf. Dieser «Correlation Crash» war – respektive ist weiterhin – ein wichtiger Grund, dass global diversifizierte Portfolios zurzeit so geringe Kursschwankungen aufweisen wie mindestens seit 2001.



Dass sich das Gefüge von einer Gleichschaltung zu einem individuellen Markt verändert hat, lässt sich auch an der Korrelationsmatrix von HSBC ablesen. Im Nachgang der Finanzkrise 2008/09 dominierten zumeist tiefrote und tiefblaue Farbtöne. Das Anlageuniversum war also primär in zwei konträre Lager aufgeteilt: riskante Investments einerseits, die in Phasen höherer Risikobereitschaft gesucht werden (Risk-on), «sichere Häfen» andererseits, in die Investoren während Phasen akuter Nervosität flüchten (Risk-off). Seit Jahresbeginn 2017 überwiegen nun gelbe und grüne Farbtöne, die auf einen unkorrelierteren Markt hindeuten. Die verschiedenen Anlageklassen haben also wieder an individuellem Charakter gewonnen.

Besonders deutlich zeigt sich dieser Trend im Aktienmarkt. Sowohl auf Sektor- als auch auf Länderebene sind die Korrelationsindikatoren auf das tiefste Niveau seit mindestens 2001 gefallen. Das bedeutet: Wer ausschliesslich in Aktien investiert, erzielt gegenwärtig also einen spürbaren Diversifikationsnutzen, wenn er die Anlagen über Branchen und Regionen streut.

Dass sich gerade Aktien wieder individueller entwickeln, kommt allerdings eher überraschend. Denn eigentlich würde das strukturelle Umfeld für eine stärkere Gleichschaltung sprechen. So flieisst seit Jahren deutlich mehr Kapital in passive Indexinstrumente wie ETF (Exchange Traded Funds), während aktiv verwaltete Fonds an Terrain verlieren. Laut IWF treibt zudem der intensivere Gebrauch von Derivaten die Korrelationen tendenziell nach oben. Auch die wirtschaftliche Integration der Schwellenländer, die Liberalisierung der Guterflusse und die

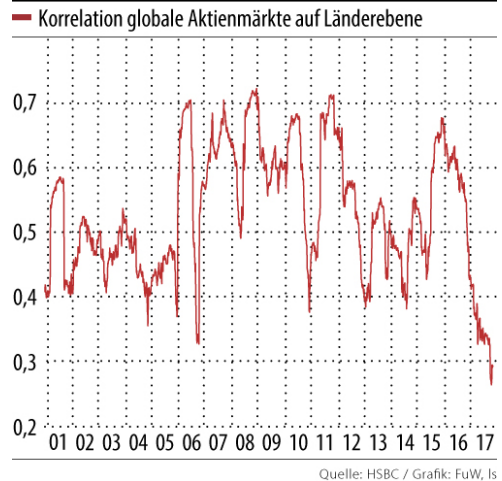
Globalisierung der Finanzindustrie haben diesen Effekt.

Wichtige Notenbanken

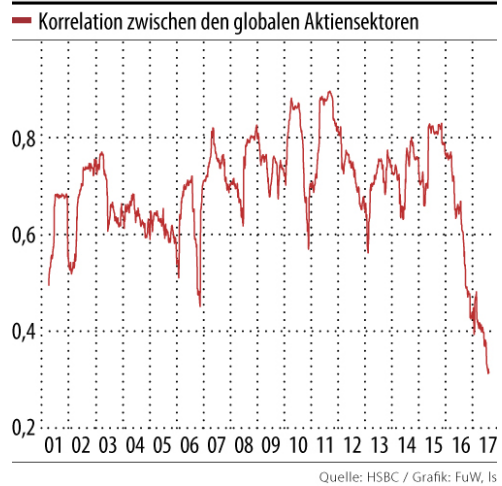
Doch was hat den jüngsten «Correlation Crash» ausgelöst? Eine wichtige Rolle spielen die Geldpolitik der Notenbanken, meint Cross-Asset-Strategie Andrew Sheets von Morgan Stanley. Die globale Kapitalflut habe über die letzten Jahre alle Boote gehoben. Durch die graduelle Straffung und die steigende Divergenz in den Leitzinsen komme es nun zu einer Trendumkehr. Auch wachsende Unterschiede im politischen Regelwerk und in den Lokalwährungen würden eine Rolle spielen. Laut Sheets seien die Kapitalmärkte zudem in die späte Zyklusphase eingetreten. In einem solchen Umfeld gewöhnen unternehmensspezifische Ereignisse wieder mehr an Gewicht. Es sei deshalb kein Zufall, dass die Korrelationen letztmals zwischen 2005 und 2007 so tief notierten.

Was bedeutet das für Anleger? Investoren dürfen sich trotz schwacher Gleichläufigkeit und hohem Diversifikationsnutzen nicht in falscher Sicherheit wähen. Bei einer neuerlichen Finanzkrise dürften die Korrelationen nach oben schießen – gerade weil angesichts stattlicher Bewertungen praktisch jede Assetklasse korrekturanfällig erscheint. US-Wirtschaftsautor John Mauldin warnte jüngst im FuW-Interview denn auch davor, nur Kaufpositionen zu halten und sich bloss über eine Streuung der Investments abzusichern. Vielmehr müssten auch Absicherungsinstrumente wie etwa Put-Warrants genutzt werden, die bei Rückschlägen an Wert gewinnen.

2 Korrelation Aktienmärkte



3 Korrelation Aktiensektoren



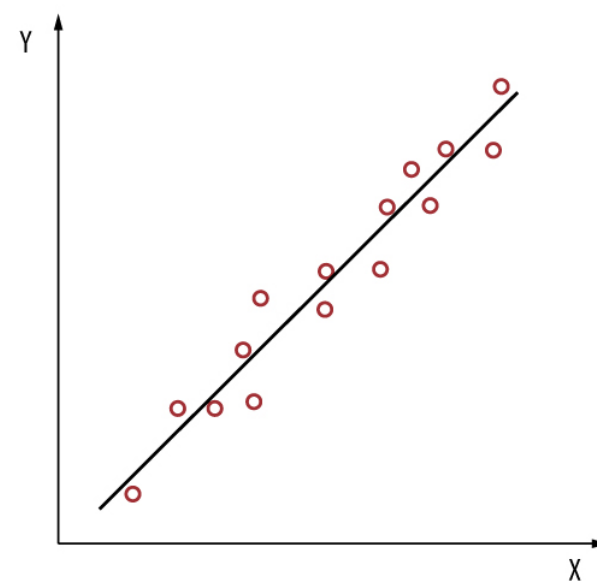
Moderne Portfoliotheorie

Die moderne Portfoliotheorie (MPT) von Harry Markowitz gehört zu den bekanntesten und – trotz aller Kritik – nützlichsten Konzepten der Finanzwissenschaft. In ihren Grundzügen bereits Anfang der Fünfzigerjahre publiziert, wurde dem US-Ökonomen dafür 1990 der Nobelpreis verliehen. Die MPT besagt, dass das Risiko- und Renditeprofil eines Investments nicht individuell, sondern im Kontext des Gesamtportfolios betrachtet werden sollte. Während sich die Portfoliorendite aus dem gewichteten arithmetischen Mittel der Einzelanlagen ergibt, ist das Risiko (gemessen als Standardabweichung) massgeblich von der Korrelation zwischen den verschiedenen Assets abhängig. Ein Anleger kann das Verhältnis zwischen Risiko und Rendite verbessern, indem er Investments wählt, die sich nicht gleichläufig entwickeln – also einen möglichst tiefen respektive negativen Korrelationskoeffizienten zum Portfolio aufweisen. Angesichts der vereinfachten Annahmen wird die MPT immer wieder kritisiert. So baut das Konzept auf der Vorstellung, dass Anleger jederzeit rational und nutzenmaximierend agieren. Diese Eigenschaft wird aber gerade von Verhaltensökonomien bezweifelt. Auch das Fehlen von Transaktionskosten ist realitätsfremd. Zudem weist die MPT einen Haken auf: Korrelationen sind nicht statisch, sondern verändern sich kontinuierlich. Wer seine Portfoliostruktur auf historischen Kennzahlen aufbaut, kann gerade in Krisenphasen böse überrascht werden.

Glossar zur Korrelation

Die Korrelation ist ein lineares Mass dafür, wie sich Anlagen im Verhältnis zueinander entwickeln. Oft wird sie über den Korrelationskoeffizienten ausgedrückt, der zwischen $+1$ und -1 liegen kann. Ein Wert von $+1$ sagt aus, dass sich beide Anlagen in die gleiche Richtung bewegen – ihre Notierungen also zur selben Zeit steigen oder fallen. Das hat zur Folge, dass sich mit einem Portfolio aus diesen zwei Anlagen keine Diversifikationsvorteile erzielen lassen. Umgekehrt verhält es sich mit einem Koeffizienten von -1 : Jede Aufwärtsbewegung eines Assets wird von einer gegenläufigen Bewegung des anderen begleitet – und vice versa. Das Risiko wird gestreut und ein Diversifikationseffekt erzielt. Von einer hohen respektive tiefen Korrelation wird meist bei einem Wert von über $+0,6$ respektive unter $-0,6$ gesprochen.

Beispiel einer positiven Korrelation



Quelle: FuW / Grafik: FuW, Is

