

Auf der Suche nach ‚unkorrelierten‘ Investments



■ Rüdiger Sälzle,
Vorstand FondsConsult Research AG.
Das Münchner Fondsanalysehaus
betreibt seit über zwölf Jahren
institutionelle Investoren bei
der Managerauswahl nach
dem Best Select Ansatz.

Hintergrund

Ein erfolgreiches Vermögensmanagement für Privatkunden sollte die Diversifikationspotentiale der internationalen Kapitalmärkte nicht unberücksichtigt lassen. Darüber sind sich Experten der Vermögensverwaltung und des Asset Managements heutzutage einig. Die eigentliche Herausforderung liegt damit in einer entsprechenden Umsetzung privater Anlagestrategien. Ein aktuelles Beispiel kann diese Herausforderung verdeutlichen: Die Anfang 2006 große Beliebtheit von Rohstoff-Investments („Commodities“) – getragen durch erhebliche historische Wertentwicklung und eben auch erhofften Diversifikationsnutzen – fand in der Marktkorrektur ab Mai 2006 eine herbe Enttäuschung. Rohstoffe wie beispielsweise Öl, Kupfer oder Gold mussten mindestens so hohe Kursverluste erleiden wie die Standardwerte auf den Aktienmärkten. Im jüngsten Abschwung war also wenig vom Risikoausgleich durch diese so genannten ‚unkorrelierten‘ Anlageformen zu spüren. Im Gegenteil, zum Teil mussten bei den Commodities ganz erhebliche Verluste hingenommen werden.

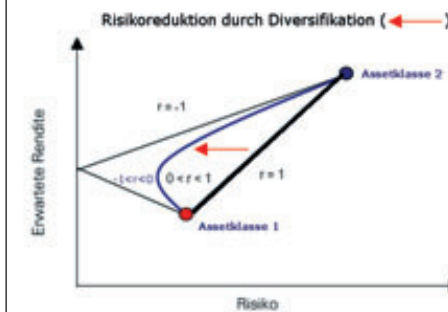
Es stellt sich somit an dieser Stelle die Frage, ob breite Diversifikation tatsächlich als ein von Experten definiertes Ziel zum Erfolg einer privaten Anlagestrategie beitragen kann oder ob es sich vielmehr um eine Art akademische Spielerei handelt mit der sich bei Bedarf institutionelle Anleger beschäftigen können. Der Beitrag soll auf diesem Gebiet mehr Klarheit schaffen und konkrete Empfehlungen aussprechen.

Zur Idee der Diversifikation von Portfolios

Betrachtet man die Situation eines typischen privaten Anlegerportfolios, so wird man in der Regel keine strategisch ausgerichtete und ausgewogene Struktur vorfinden. Ein Blick in ein typisches Depot offenbart einen „Home Bias“ (z.B. 60% oder mehr Aktien und Fonds aus Deutschland), substanzielle Bestände in Einzeltiteln und häufig Branchenhäufungen, die mit hohem Einzel- sowie Klumpenrisiko einhergehen. Da private Anleger in der Regel nicht über besondere Informationen zur zukünftigen Entwicklung einzelner Märkte, Branchen und Titel verfügen, werden sie mit einer derartigen Strategie in der Regel unter Abwägung von Risiko und Ertrag schlechter als ein Marktindex abschneiden.

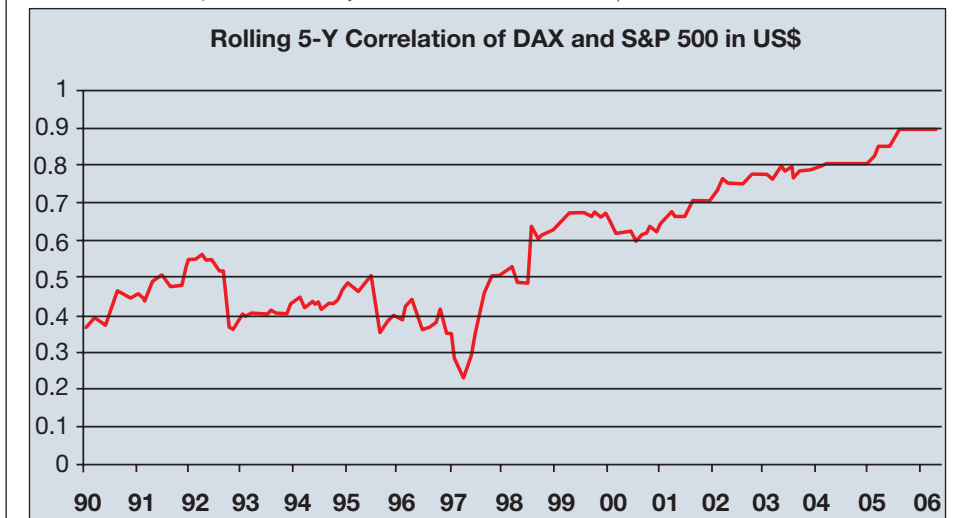
Wie sieht demnach eine sinnvolle Risikostreuung aus? Die Portfoliotheorie nach H. M. Markowitz kann dazu eine analytische Antwort liefern. Dazu wird in Abbildung 1 vereinfacht ein Anleger betrachtet der in zwei Assetklassen investieren kann. Dies können beispielsweise deutsche Aktien

Abb. 1
Diversifikation im Markowitz Modell



(Assetklasse 1) und U.S. Aktien (Assetklasse 2) sein. Beide Assetklassen werden nach ihrem Risiko (X-Achse) und ihrer erwarteten Rendite (Y-Achse) in Abbildung 1 abgetragen. Offensichtlich bietet der U.S. Markt zwar eine höhere Renditeerwartung, allerdings unter einem höheren Risiko als im Heimatmarkt Deutschland. Eine entscheidende Rolle kommt nun der Korrelation zwischen den Wertentwicklungen beider Märkte zu: Bei einer perfekten Korrelation ($r = 1$) verhalten sich beide Märkte vollständig parallel und eine Mischung beider Märkte führt lediglich zu einem Risiko/Rendite-Profil welches sich entlang der linearen Verbindungslinie zwischen den beiden Assetklassen bewegen kann. Erst bei einer Korrelation der beiden Märkte kleiner Eins kommt es zur Freisetzung von Diversifikationspotentialen. Je geringer die Korrelation, desto höher die Diversifikationswirkung (siehe auch den Pfeil in Abbildung 1). Da sich Märkte in der Realität nie exakt gleichlaufend verhalten, kommt es grundsätzlich bei der Ergänzung eines Portfolios (Assetklasse 1) durch weitere Assetklassen stets zu gewissen Diversifikationsvorteilen, allerdings werden diese immer geringer.

Abb. 2: Rollierende 5-Jahres-Korrelation zwischen deutschen und U.S. Aktien (DAX und S&P 500) im Zeitraum Januar 1990 bis Mai 2006, Basis: Monatliche Renditen



Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn die ergänzenden Assetklassen relativ hoch mit dem bestehenden Portfolio korrelieren, eine Situation die in der Praxis typischerweise gegeben ist. Daher macht es Sinn, sich auf die Suche nach ‚unkorrelierten‘ Assetklassen zu machen.

Auf der Suche nach ‚unkorrelierten‘ Assetklassen

Bei der Suche nach Diversifikationspotentialen ist es sehr hilfreich, die Korrelationen zwischen den Renditen verschiedenen Assetklassen in der Vergangenheit zu betrachten. Etliche Studien deuten in diesem Zusammenhang auf eine gewisse, aber nicht perfekte, Stabilität von Korrelationen hin.¹⁾ Knüpft man am vorhergehenden Beispiel der Diversifikation zwischen den Assetklassen Aktien Deutschland und U.S.A. an, so kann man Abbildung 2 heranziehen. Dort wurde die Korrelation zwischen deutschen und U.S. Aktien im Zeitraum Januar 1990 bis Mai 2006 abgetragen. Die Bestimmung der Korrelation erfolgte auf Basis monatlicher Renditen des DAX-Index und S&P 500-Index über die jeweils fünf vorgehenden Jahre.

Abbildung 2 verdeutlicht, dass die Korrelation zwischen dem deutschen und dem U.S. Aktienmarkt über den relativ langen Zeitraum deutlich variiert. Einer Phase moderater Korrelation um 40% bis Ende der 90er Jahre folgte zuletzt eine Phase steigender Korrelation mit Werten von zuletzt sehr hohen 90% und entsprechend geringem Diversifikationspotential. Eine Diversifikation durch U.S. Aktien machte damit für deutsche Anleger zuletzt weit weniger

1) Wichtige Forschungsarbeiten auf dem Gebiet der zeitlich veränderlichen Korrelationen auf Kapitalmärkten sind beispielsweise die von Longin und Solnik (1995), (2001) und die von Engle (2002).

Abb. 3
 Rollierende 5-Jahres-Korrelation zwischen kleinen und großen U.S. Aktien (Russel 2000 und S&P 500) im Zeitraum Januar 1990 bis Mai 2006, Basis: Monatliche Renditen

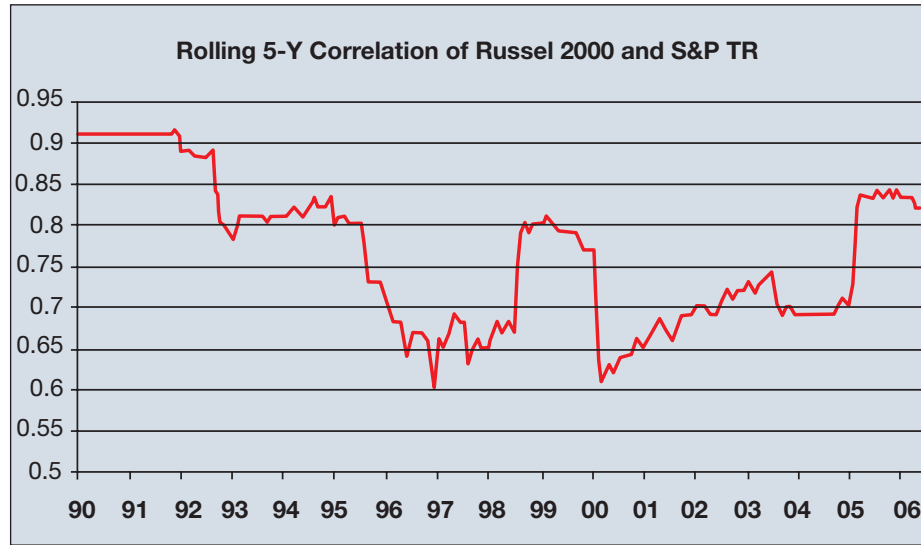
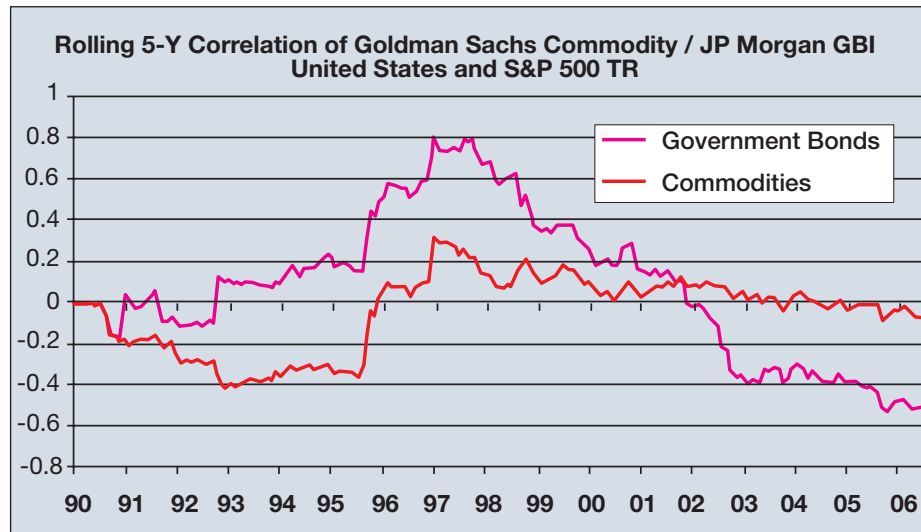


Abb. 4
 Rollierende 5-Jahres-Korrelation zwischen U.S. Renten sowie Rohstoffen jeweils mit U.S. Aktien (JPM Government Bond Index, Goldman Sachs Commodity Index und S&P 500) im Zeitraum Januar 1990 bis Mai 2006, Basis: Monatliche Renditen



Sinn als noch Mitte der 90er Jahre. Diversifikation ist hier somit nur durch eine gezielte Länderauswahl möglich.

Der U.S. Markt repräsentiert den weltweit führenden Aktienmarkt, so dass er sich besonders zur Betrachtung historischer Diversifikationspotenziale eignet.

Aus Sicht des U.S. Marktes zeigt sich, dass auch innerhalb der Assetklasse der Aktien gewisse Diversifikationsmöglichkeiten bestehen können. Betrachtet man die Beimischung kleiner U.S. Aktien („Small Cap“), so zeigt Abbildung 3, dass die Korrelation zu den Standardwerten um 75% schwankt und zuletzt auf ein Niveau von etwa 80% angestiegen ist.

Deutlich bessere Diversifikationspotenziale bieten hier naturgemäß festverzinsliche Staatsanleihen und Rohstoffe deren Korrelation in Abbildung 4 abgetragen wurde. Auch hier zeigt sich, dass die Korrelationen im Zeitablauf deutlichen Schwankungen unterliegen. So zeigt die Korrelation mit langlaufenden U.S. Staatsanleihen phasenweise deutlich positive wie auch deutlich negative Korrelationen.

Selbiges gilt für Rohstoffe, die allerdings weniger stark schwankende Korrelation mit dem Aktienmarkt aufweisen. Interessanterweise bieten die beiden Korrelationen zwei Eigenschaften: Beide Korrelationen zum Aktienmarkt schwanken langfristig um den

Wert Null, was langfristig eine ‚unkorrelierte‘ Assetklasse und damit hohes Diversifikationspotenzial verspricht. Zudem weisen die Korrelationen in den letzten Jahren unterschiedliche Verläufe auf. Somit bestand in der Vergangenheit die Möglichkeit, beide Assetklassen gemeinsam zur wirksamen Risikoreduktion in Portfolios zu nutzen.

Empfehlung

Breite Diversifikation kann langfristig sicherlich Risiko reduzieren und somit zum Erfolg einer privaten Anlagestrategie beitragen. Allerdings verhalten sich Korrelationen, die die Grundlage der Diversifikationsmöglichkeiten darstellen, alles andere als konstant. Auf Grundlage obiger Ausführungen können an dieser Stelle folgende Empfehlungen abgeleitet werden:

- Diversifikation ist langfristig im Rahmen einer passiven „Buy and Hold“ Anlagestrategie nur durch breite Streuung in viele verschiedene Assetklassen möglich. Neben Aktien sind hier sicherlich Renten und Rohstoffe interessante, ergänzende Assetklassen. Im Sinne der Risikoreduzierung ist ein gewisses Engagement empfehlenswert.
- Mittelfristig sind die Diversifikationspotenziale, die sich durch einzelne Assetklassen ergeben, meist stark schwankend. Eine Assetklasse die in der Vergangenheit gering mit dem bestehenden Portfolio korreliert war, muss dies derzeit und in der Zukunft nicht mehr sein.
- Mittelfristig können Diversifikationspotenziale daher nur durch gezielte taktische Allokation einzelner Assetklassen genutzt werden.
- In kritischen Marktphasen, d.h. bei sinkenden Märkten, ist mit „Correlation Melt-down“ zu rechnen, d.h. die Märkte verhalten sich dann kurzfristig stark korreliert und die Diversifikationspotenziale sind kurzfristig stark eingeschränkt. Hier muss der Anleger über ausreichend Liquidität verfügen die es ihm erlaubt, eingegangene Positionen zu halten und somit nicht zum Verkauf gezwungen zu werden.

Die Autoren:

- Wolfgang Kaiser, CFA
 Senior Analyst bei der FondsConsult Research AG.
- Rüdiger Sälzle,
 Vorstand FondsConsult Research AG.
- Dr. Niklas Wagner,
 Privatdozent am Lehrstuhl für Finanzmanagement und Kapitalmärkte, Geschäftsführer am Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS), beide an der TU München, sowie Berater als Mitinitiator bei Munich Financial Systems Consulting.

Honorarberatung 2007

Globalisierung und Welthandel wären ohne Schiffe undenkbar!

Können Sie sich die Welt ohne Schiffe vorstellen?

„Gott muß ein Schiffseigner gewesen sein! Erst platzierte er Rohstoffvorkommen weit weg von den Orten, an denen sie gebraucht werden und dann bedeckte er die Welt noch zu 2/3 mit Wasser“.

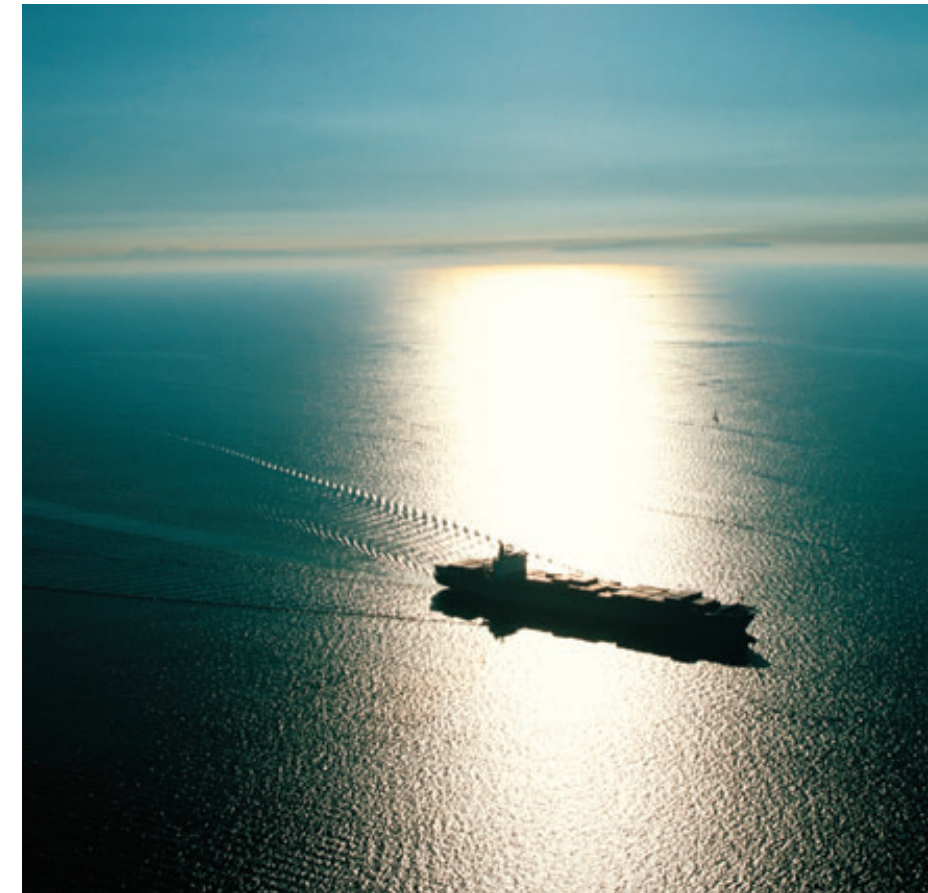
Erling Naes - norwegischer Reeder

Die Wasserstraßen der Weltmeere sind für alle Länder der Welt unverzichtbare Lebensadern. Immer noch werden 90% des Welthandels per Schiff abgewickelt.

Und was kaum jemand weiß: In Sachen „Schiffe“ gehört Deutschland zur Weltspitze. So werden über 70% aller weltweit in Fahrt gesetzten Containerschiffe von deutschen Reedern kontrolliert.

Schiffe sind und bleiben deshalb attraktive Kapitalanlagen. Wir von CASTOR Kapital haben uns seit vielen Jahren auf Schiffsbeteiligungen spezialisiert. Dabei können unsere Kunden aus einer breiten Palette von Beteiligungsmöglichkeiten wählen:

Sprechen Sie uns an: Wir beraten Sie gern und ausführlich.



CASTOR Kapital GmbH & Co. KG · Große Elbstraße 43 · 22767 Hamburg
 Tel. 040/75 25 76-0 · Fax 040/75 25 76-40 · e-mail: info@castor-kapital.de · www.castor-kapital.de