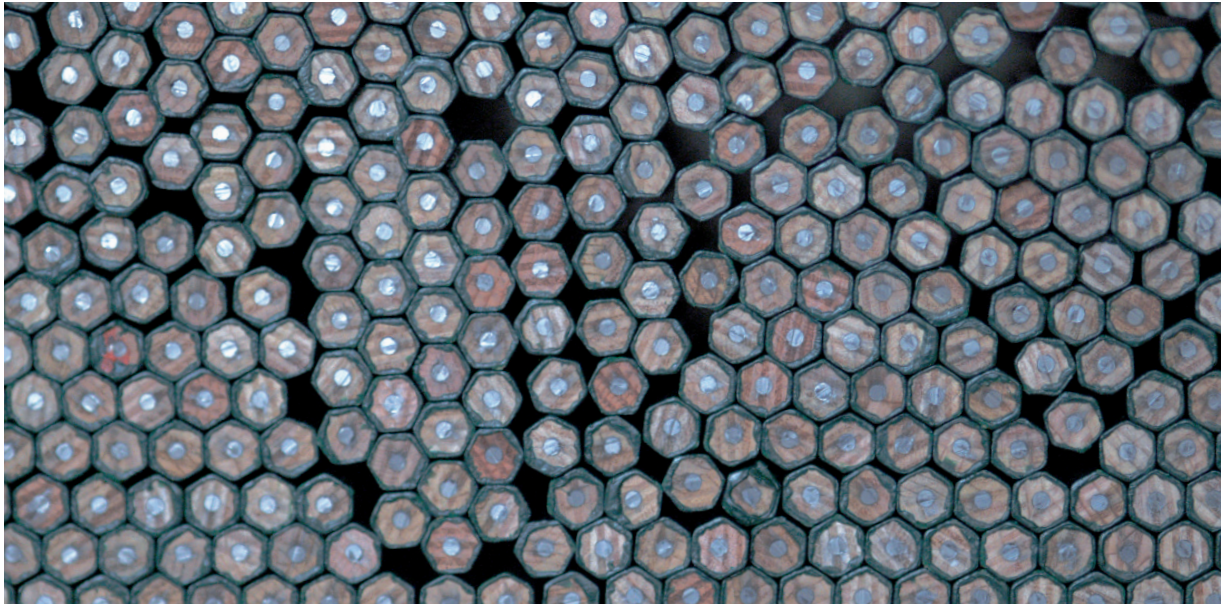


# Steigende Korrelationen zwischen den wichtigsten Assetklassen

*Versagt das Prinzip der Diversifikation?*



Eine der Grundregeln der »Modernen Portfolio-Theorie« besagt, dass durch die Mischung verschiedener Assetklassen das Risiko, in der Regel gemessen durch die Volatilität, entscheidend reduziert werden kann.

Im Grunde bietet die »Moderne Portfolio-Theorie« eine mathematisch, statistisch unterfütterte Begründung für eine Vorgehensweise an, die so alt ist wie der Überfluss. Zu allen Zeiten haben sich Menschen, die es sich leisten konnten, Gedanken darüber gemacht, wie sie ihr Vermögen beschützen und vermehren können. Bereits im jüdischen Talmud wird dafür zur Diversifikation geraten: »Lass jeden Mann sein Vermögen in drei Teile teilen.«

## Kernsätze der Portfolio-Selection-Theorie

Harry Markowitz war 25 Jahre alt und in breiten Fachkreisen so gut wie unbekannt, als das renommierte »Journal of Finance« im März 1952 seinen Aufsatz mit dem bescheidenen Titel »Portfolio Selection« druckte.

Eine der Grundregeln der »Modernen Portfolio Theorie« besagt, dass durch die Mischung verschiedenster

Assetklassen das Risiko eines Portfolios entscheidend reduziert werden kann. Warum ist das so?

Ausgangspunkt dieser Überlegung ist die Annahme, dass unterschiedliche Assetklassen auch unterschiedliche Wertentwicklungsphasen haben. Finanzmathematisch ausgedrückt wird dies durch die sogenannte Korrelation.

## Eigenschaften der Korrelation

Im Kontext der Asset Allocation und Anlagestrategie wird das Konzept der Korrelation für die Fragestellung herangezogen, ob es einen Zusammenhang der Wertentwicklung zweier Assets gibt und welche Ausprägung dieser ermittelte Zusammenhang hat.

Die Korrelation misst demzufolge die Stärke und Richtung einer Reihe von Wertentwicklungen, die zwei verschiedene Assets generieren.

Hat nun der Korrelationskoeffizient ein positives Vorzeichen, bedeutet dies, dass bei positiver beziehungsweise negativer Performance des Assets A, der Preis des Assets B auch steigt beziehungsweise fällt.

Andererseits besagt ein negativer Korrelationskoeffizient, dass sich bei einem steigenden beziehungsweise fallenden Preis des Assets A, das Asset B gegensätzlich mit fallender beziehungsweise steigender Wertentwicklung verhält.

### Korrelationsentwicklungen an den Kapitalmärkten

Die Tatsache, dass die jeweiligen Korrelationen verschiedener Assets untereinander nicht konstant bleiben, sondern im Laufe der Zeit Schwankungen unterworfen sind, ist sicherlich nichts Neues. Diese Schwankungen sind bedingt durch Angebot und Nachfrage, möglicherweise auch durch unterschiedliche Konjunkturzyklen. Dies ist nicht ungewöhnlich und liegt somit in der Natur der Finanzmärkte. Man muss als Vermögensverwalter demzufolge die jeweiligen Korrelationen einer laufenden Prüfung unterziehen und das Portfolio dem vom Kunden vorgegebenen Risikoprofil entsprechend ausrichten.

In den 90er Jahren waren sehr unterschiedliche Wertentwicklungen der einzelnen Assetklassen zu beobachten. Aufgrund von negativen Korrelationen verschiedener Assets eine sozusagen ideale Ausgangssituation, um ein möglichst risikoarmes Portfolio bei gleichzeitiger Ertragsoptimierung zusammenstellen zu können.

In den letzten Jahren hat sich die Situation an den Finanzmärkten aber deutlich geändert. Zusehends sind gleichlaufende Wertentwicklungsphasen unterschiedlicher Assets zu beobachten:

Betrachtet man die Marktreaktionen der in den letzten 24 Monaten aufgetretenen kurzfristigen Aktienmarktschocks so bestätigt sich die These, dass alle riskanten Assets nach unten abdrehen. Nur Anleihen konnten dem Trend eine positive Gegenbewegung entgegensetzen. (Siehe Grafik unten)

Die Gründe liegen offensichtlich in der mittlerweile starken, weltweiten wirtschaftlichen Verflechtung. Die Kapital- und Gütermärkte sind zunehmend integriert.

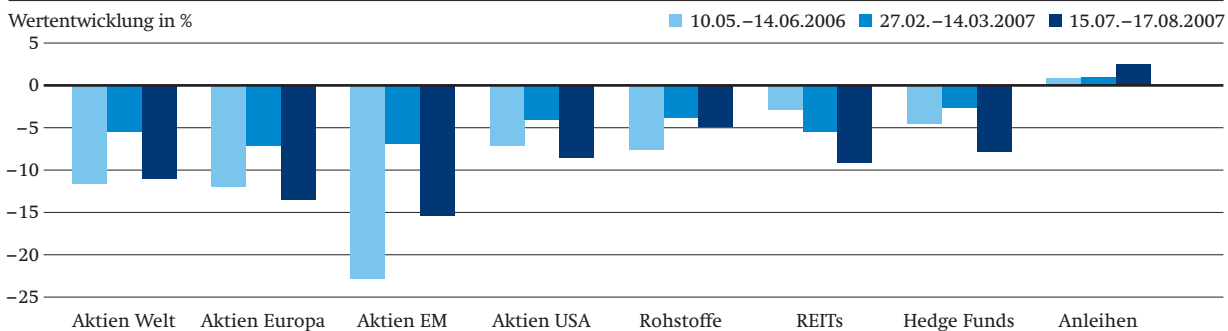
Ein weiterer wichtiger Treiber für die risikoreichen Assets war und ist nach wie vor die Auswirkung der expansiven Geldpolitik der Notenbanken bis Anfang letzten Jahres. Auch wenn FED, EZB und BOE mittlerweile auf einen deutlichen Restriktionskurs umgeschwenkt haben, boten historisch tiefe Risikoprämien für Kreditengagements, sehr billiges Geld aus dem japanischen Finanzsystem, die Petrodollaranlagen und die hohen chinesischen Währungsüberschüsse reichlich globale Liquiditätsversorgung. Die globale Liquidität war damit der Treiber für Aktien, Edelmetalle, Immobilien und Kunst.



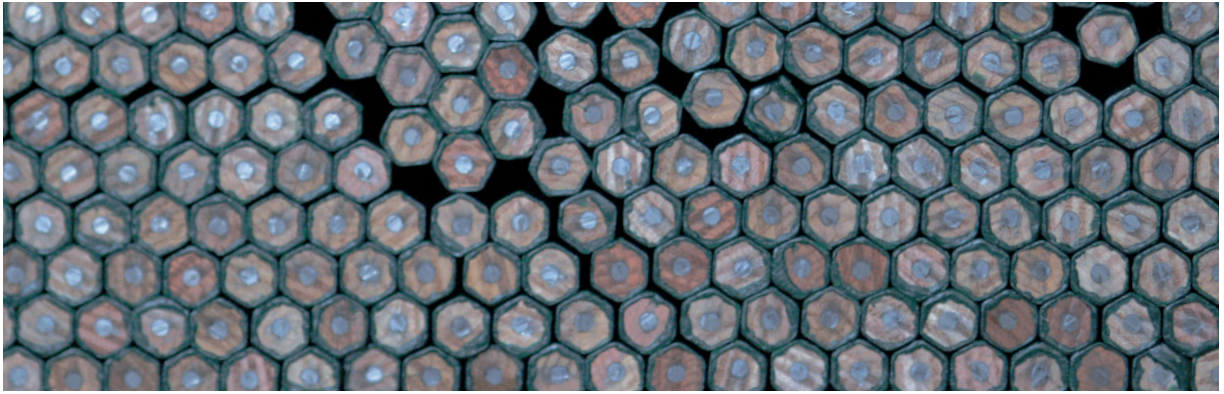
Die Vorstände der WvF Wilhelm von Finck AG, Stefan Freytag und Alexander Ruis

Ein weiterer Faktor für die zunehmenden Korrelationen an den internationalen Kapitalmärkten ist nach Ansicht zweier Studien der unabhängigen Agentur »Bianco Research L.L.C.« die Steigerung an Derivatengeschäften. Immer mehr verschiedene Anlegergruppen jagen mittels Derivate mittel- aber auch kurzfristigen Trends nach. So werden heute bereits deutlich über die Hälfte der laufenden Geschäfte bei Kreditderivaten von Nicht-Banken wie zum Beispiel Hedge Funds abgewickelt. >>

### In Stressphasen korrelieren alle riskanten Assetklassen stark



Quelle: Bloomberg



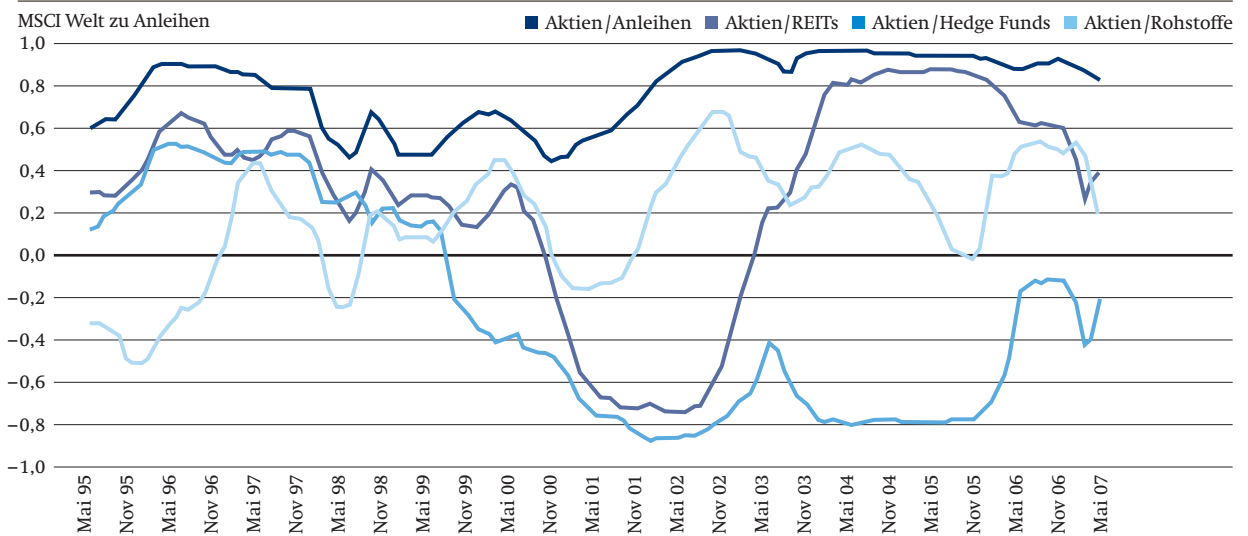
Auch die Hedge Funds-Industrie kann sich kurzfristigen Kapitalmarktschocks nicht entziehen. Das zeigt eindeutig das Performanceverhalten in den letzten größeren Kapitalmarktstresssituationen. Zu Beginn der großen Aktienmarktkrise 2001 wiesen zum Beispiel die Hedge Funds negative Performanceergebnisse aus. Die Korrelation zwischen Hedge Funds-Renditen und anderen Assetklassen fluktuiert zyklisch. Das hängt damit zusammen, dass deren Manager entsprechende Zyklen spielen. Erst mit der Etablierung eines längerfristigen Baisstrends werden die Hedge Funds über ihre Leerverkaufs-Möglichkeiten Nutzen ziehen können und traditionellen Asset Managern überlegen sein.

Spiegelbildlich zum Aktienmarkt zeigt die Korrelationsentwicklung der meisten Assetklassen gegenüber den Anleihen eine Tendenz zur gegenläufigen Entwicklung.

Damit kommt in der gegenwärtigen Situation den Anleihen die beste Risikomischungseigenschaft zu gute. Es gab in der Vergangenheit stets starke Einbrüche in der Korrelation zwischen Aktien und Anleihen. Während die Korrelation in normalen Marktphasen stabil ist, fällt sie in ausgeprägten Aktien-Bärenmärkten teils deutlich in den negativen Bereich. Dies ist indessen für den Investor eine willkommene Eigenschaft. Denn der Diversifikationseffekt durch Anleihen ist dann am größten, wenn er am meisten benötigt wird. (Siehe Grafik unten)

Schon fast täglich sind Anleger mit »neuen« Anlageklassen (zum Beispiel Infrastrukturinvestments, Wetterderivate, Microfinance, usw.) konfrontiert. In der Regel werden allen diesen Assetklassen hervorragende Diversifikationseigenschaften zugesprochen. Zu beachten bleibt jedoch, dass es sich bei diesen Anlagen um zum Teil sehr illiquide und intranspa-

### Rollierende Korrelation über drei Jahreszeiträume der Jahresrendite



Quellen: eigene Berechnungen, Bloomberg

rente Märkte handelt, die keine vergleichbare Preisbildung wie Wertpapiermärkte haben. Aussagen zu Korrelationen sind deswegen immer kritisch zu hinterfragen.

### Ausblick und praktische Relevanz

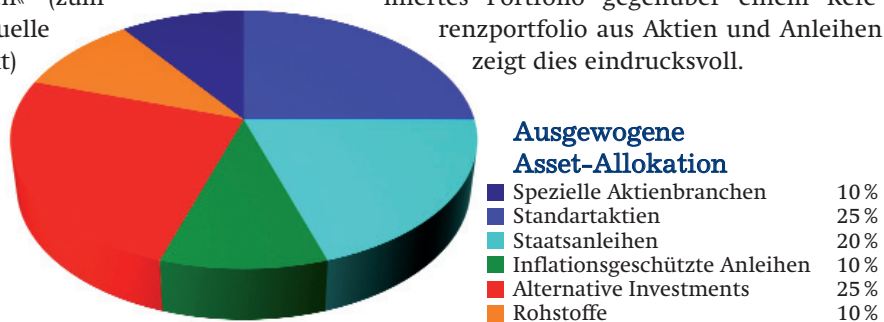
#### Was bedeuten die Ergebnisse für die Praxis der Asset-Allokation:

1) Korrelationen sind nicht zeitstabil und unterliegen ähnlich wie Ertrags- und Risikokennzahlen massiven Schwankungen. Deshalb ist es gefährlich, zu stark quantitativen Modellen zu vertrauen, die unkritisch die Vergangenheitsbeobachtung übernehmen. Die optimale Asset-Allokation verändert sich aber maßgeblich, wenn die Korrelationsmuster ebenfalls verändert werden.

2) Die jüngsten Kapitalmarktverwerfungen beweisen wieder in aller Deutlichkeit, dass sich die Entwicklung am Kapitalmarkt nicht immer normal verteilt. »Statistische Unmöglichkeiten« (zum Beispiel Aktiencrash 1987, aktuelle Verwerfungen am Geldmarkt) treten immer wieder auf und sind Realität. Viele Risikomodelle unterschätzen die Gefahren aus plötzlich auftretenden Liquiditäts- oder Vertrauenskrisen.

3) Alle Bemühungen einer ausgewogenen Asset-Allokation müssen aber auch zum Anleger und dessen Anlagehorizont passen beziehungsweise muss für ihn langfristig ein Nutzen erkennbar sein. Für private Anleger sind die oft quantitativen Argumente dagegen nur schwer zu verstehen. Hier helfen meines Erachtens nur sehr anschauliche Simulationen und nachvollziehbare Stresstests.

4) Trotzdem bleibt Portfoliodiversifikation oberstes Gebot in einer Welt zunehmender Gleichläufigkeit. Die Entscheidung, welche Assetklassen gerade im aktuellen Zyklus zueinander passen, erfordert sicherlich neben einigen quantitativen Basisanalysen vor allem aber wirtschaftliche Intelligenz und Erfahrung. Eine gute fundamentale Prognosefähigkeit und Abschätzung wesentlicher Risikoszenarien gehört zum unverzichtbaren Handwerkszeug. Trotz des Trends zu gleichlaufender Entwicklung, lässt sich der Effekt von Diversifikation auch für unterschiedliche Zeiträume beweisen. Folgendes optimiertes Portfolio gegenüber einem Referenzportfolio aus Aktien und Anleihen zeigt dies eindrucksvoll.



Referenzportfolio	Ertrag vor Kosten/nach Kosten		Risiko	Sharpe Ratio	Draw Down
1998-2007	5,4 %	5,2 %	6,9 %	0,31	-19,2 %
2002-2007	9,4 %	9,1 %	6,4 %	1,06	-7,8 %
2004-2007	8,7 %	8,5 %	4,0 %	1,34	-2,1 %
Optimiertes Portfolio	Ertrag vor Kosten/nach Kosten		Risiko	Sharpe Ratio	Draw Down
1998-2007	8,7 %	8,2 %	4,8 %	1,13	-5,5 %
2002-2007	11,6 %	11,1 %	4,3 %	2,13	-2,5 %
2004-2007	10,6 %	10,0 %	3,1 %	2,34	-1,5 %