

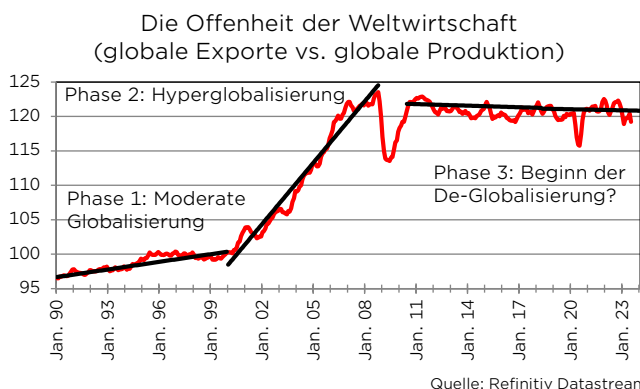


Konjunktur und Strategie

26. Oktober 2023

Anlagestrategie: Lohnt sich eine Länderstreuung noch?

„Nicht alle Eier in einen Korb legen“ – diese und ähnliche Börsenweisheiten kennen Sie sicherlich. Auch wir werden nicht müde zu predigen, wie wichtig der Diversifikationsgedanke für den langfristigen Vermögensaufbau ist. Natürlich lässt sich das Vermögen über unterschiedliche Anlageklassen verteilen, aber auch eine Diversifikation über verschiedene Länder ist denkbar. Nun ist es aber so, dass wir seit Ende des letzten Jahrhunderts einen kräftigen Globalisierungsschub beobachtet haben und es damit nicht mehr eindeutig ist, ob sich eine Länderstreuung auf Portfolioebene überhaupt noch lohnt.

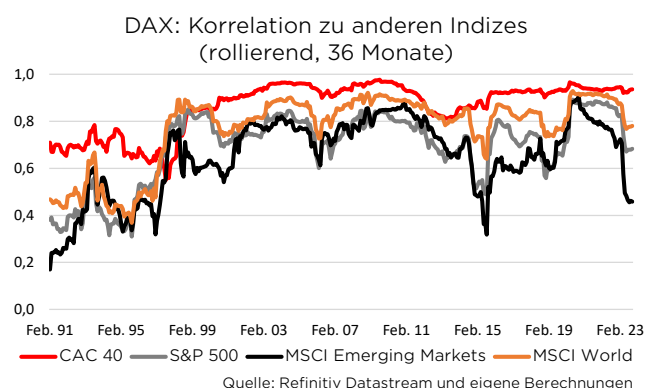


Die Globalisierung ist nicht nur am Verhältnis der globalen Exporte zur globalen Produktion abzulesen, sondern zeigt sich auch in den Jahresberichten deutscher Unternehmen. So sind die Umsatzerlöse im Ausland in den letzten Jahren deutlich angestiegen. 2022 erzielte beispielsweise SAP nur noch 15 Prozent seiner Umsätze in Deutschland. Der Großteil des Umsatzes (43 Prozent) wurde in Nordamerika erzielt. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei BASF: Nur 10 Prozent der Umsätze entfielen auf

Deutschland, wohingegen Nordamerika und Asien/Pazifik jeweils rund ein Viertel aller Umsätze ausmachen. Daraus folgt, dass die Gewinne deutscher Unternehmen nicht ausschließlich durch die wirtschaftliche Entwicklung des Heimatlandes beeinflusst werden, sondern gleichermaßen von globalen Entwicklungen tangiert werden. Wie eng die Wirtschaft miteinander verflochten ist, wurde insbesondere während der Corona-Pandemie deutlich, als zahlreiche globale Lieferketten zusammenbrachen und die heimische Produktion ins Stocken geriet.

Wie globalisiert ist der Aktienmarkt?

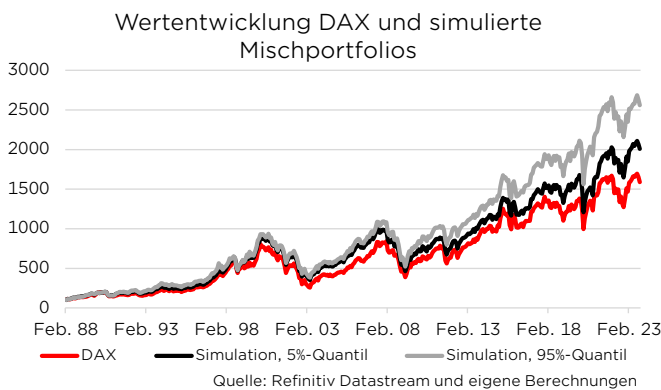
Sofern Unternehmensgewinne und damit die Aktienkurse nicht nur eine Funktion der heimischen Wirtschaft, sondern auch der globalen Wirtschaft sind, müsste der Gleichlauf der Renditen an den Aktienmärkten zugenommen haben. Welche Implikationen ergeben sich daraus für die Portfoliokonstruktion? Wenn die Renditen von Länderindizes untereinander perfekt positiv korreliert sind, dann ergibt eine Länderstreuung nur wenig Sinn. Wenn unter Länderindizes hingegen nur eine schwach positive oder gar negative Korrelation vorliegt, sind Diversifikationseffekte vorhanden, die auf Portfolioebene eine Verbesserung des Rendite- und Risikoprofils ermöglichen.



Wie sieht die Realität aus? In der Tat hat die Globalisierung auf den Aktienmärkten Einzug gehalten. Die obige Abbildung zeigt jeweils den rollierenden Korrelationskoeffizienten zwischen dem deutschen Leitindex und dem CAC 40, S&P 500, MSCI Emerging Markets und MSCI World Index. Dabei fallen zwei Beobachtungen auf: Erstens hat der Renditen-Gleichlauf der Aktienindizes seit Ende der 1990er Jahre deutlich zugenommen. Zweitens spielt die geografische Nähe zu Deutschland eine Rolle. Während die Korrelation zu den Renditen des französischen CAC 40 Index besonders hoch ausfällt, fällt sie zu Schwellenländern systematisch geringer aus.

Was bedeutet das für die Anlagestrategie?

Auch wenn die Korrelationskoeffizienten nach wie vor nicht auf einen perfekten Gleichlauf der Renditen hindeuten, suggerieren die hohen Raten aber, dass der Diversifikationsgewinn in den letzten Jahren durch eine Länderstreuung abgenommen hat. Existiert womöglich kein Mehrwert durch eine Länderstreuung? Um diese Frage zu beantworten, haben wir die Sicht eines deutschen Aktienanlegers eingenommen und im Rahmen einer Simulation untersucht, ob ein reines DAX-Portfolio bessere Rendite- und Risikoeigenschaften erzielt als ein Mischportfolio. Dazu haben wir die Wertentwicklung von 10.000 zufälligen Portfolios über den Zeitraum von 1988 bis einschließlich September 2023 simuliert, wobei sich jedes Mischportfolio jeweils zur Hälfte aus dem DAX und zur anderen Hälfte aus weiteren Länderindizes zusammensetzt. Zur Auswahl standen der CAC 40, FTSE 100, S&P 500 sowie MSCI Emerging Markets Index.



Die Simulationsergebnisse sind eindeutig. Jedes simulierte Mischportfolio wies eine höhere annualisierte Rendite auf als ein reines DAX-Portfolio. Der Median liegt bei 9,1 Prozent, während die Jahresrendite des DAX rund

100 Basispunkte geringer ausfällt. Damit aber nicht genug: Auch im Hinblick auf die Volatilität und Sharpe Ratio erzielten die 10.000 simulierten Mischportfolios durchweg bessere Ergebnisse (vgl. Tabelle 1).

Tabelle 1: Simulationsergebnisse

	Rendite p.a.		Volatilität p.a.		Sharpe Ratio	
	Mischportfolios	DAX	Mischportfolios	DAX	Mischportfolios	DAX
1988 bis September 2023						
Minimum	8,29%		16,77%		0,46	
5 % Quantil	8,75%		17,05%		0,49	
Median	9,13%	8,05%	17,51%	20,35%	0,52	0,40
95 % Quantil	9,49%		18,07%		0,55	
Maximum	9,85%		18,95%		0,57	
2000 bis September 2023						
Minimum	3,43%		16,92%		0,20	
5 % Quantil	3,86%		17,18%		0,22	
Median	4,25%	3,48%	17,61%	20,91%	0,24	0,17
95 % Quantil	4,63%		18,11%		0,26	
Maximum	5,00%		18,97%		0,29	

Quelle: Refinitiv Datastream und eigene Berechnungen

Sind die Ergebnisse überhaupt aussagekräftig? Schließlich hat der Gleichlauf der Renditen erst zur Jahrtausendwende zugenommen und damit vermeintliche Diversifikationsgewinne durch eine Länderstreuung reduziert. Aus diesem Grund haben wir zusätzlich die Rendite- und Risikokennzahlen für den Zeitraum von 2000 bis September 2023 ausgewertet. Hier ergibt sich ein ähnliches Bild. Erneut erzielten die diversifizierten Mischportfolios bessere Rendite- und Risikokennzahlen, wenngleich der Abstand zum reinen DAX-Portfolio etwas gesunken ist. Unabhängig vom Betrachtungszeitraum zeigt sich ein interessantes Muster: So ist die Sharpe Ratio fast linear mit dem Portfoliogewicht des S&P 500 Index angestiegen. Das unterstreicht unsere Auffassung, dass US-amerikanische Aktien im Portfolio ein hinreichend hohes Gewicht bekommen sollten.

Wie lautet unser Fazit?

Trotz der Globalisierung ergibt eine Länderstreuung im eigenen Portfolio nach wie vor Sinn. Dabei hat unsere Simulation gezeigt, dass DAX-Anleger durch die Beimischung von anderen Länderindizes auf Portfolioebene signifikant bessere Rendite- und Risikokennzahlen erzielen. Es wurde aber auch deutlich, dass eine höhere Gewichtung von US-amerikanischen Aktien historisch betrachtet einen spürbaren Mehrwert geliefert hat. Aber auch mit Blick nach vorne fühlen wir uns mit einer breiten Länderstreuung wohler. Denn die jüngsten De-Globalisierungstendenzen, der zunehmende Protektionismus sowie aufkeimende Handelskriege stellen einen hohen Rendite-Gleichlauf zukünftig in Frage, sodass durch eine geschickte Länderstreuung womöglich wieder höhere Diversifikationsgewinne erzielt werden können.

Simon Landt

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	26.10.2023 15:17	19.10.2023 -1 Woche	25.09.2023 -1 Monat	25.07.2023 -3 Monate	25.10.2022 -12 Monate	30.12.2022 YTD
Dow Jones	33036	-1,1%	-2,9%	-6,8%	3,8%	-0,3%
S&P 500	4198	-1,9%	-3,2%	-8,1%	8,8%	9,3%
Nasdaq	12821	-2,8%	-3,4%	-9,4%	14,5%	22,5%
Russell 2000	1651	-3,0%	-7,4%	-16,0%	-8,1%	-6,2%
DAX	14783	-1,7%	-4,0%	-8,8%	13,3%	6,2%
MDAX	23910	-2,2%	-8,5%	-15,5%	0,4%	-4,8%
TecDAX	2851	-1,5%	-4,9%	-12,6%	-0,2%	-2,4%
EuroStoxx 50	4059	-0,8%	-2,6%	-7,6%	13,2%	7,0%
Stoxx 50	3845	-0,7%	-2,1%	-4,1%	10,2%	5,3%
SMI (Swiss Market Index)	10394	-0,5%	-5,6%	-7,5%	-3,5%	-3,1%
FTSE 100	7389	-1,5%	-3,1%	-3,9%	5,4%	-0,8%
Nikkei 225	30602	-2,6%	-6,4%	-6,4%	12,3%	17,3%
Brasilien BOVESPA	112850	-1,0%	-2,7%	-7,5%	-1,5%	2,8%
Russland RTS	1093	3,4%	9,6%	5,2%	0,1%	12,6%
Indien BSE 30	63148	-3,8%	-4,4%	-4,8%	6,1%	3,8%
China CSI 300	3514	-0,5%	-5,4%	-10,2%	-3,1%	-9,2%
MSCI Welt	2772	-1,9%	-3,7%	-9,0%	9,2%	6,5%
MSCI Welt SRI	2706	-1,1%	-3,2%	-17,6%	12,4%	9,5%
MSCI Emerging Markets	921	-1,1%	-3,8%	-10,8%	9,0%	-3,7%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	128,13	60	-89	-536	-1008	-480
Bobl-Future	115,83	62	2	-11	-368	8
Schatz-Future	105,03	21	8	3	-185	-39
3 Monats Euribor	3,94	3	3	53	236	205
3M Euribor Future, Dez 2023	3,99	-3	-1	8	99	38
3 Monats \$ Libor	5,65	-2	0	3	129	88
Fed Funds Future, Dez 2023	5,36	-1	-5	-6	76	72
10-jährige US Treasuries	4,93	-5	39	104	82	110
10-jährige Bunds	2,85	-4	9	45	69	29
10-jährige Staatsanl. Japan	0,88	6	16	44	63	47
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,13	-6	1	19	-10	-48
US Treas 10Y Performance	548,35	0,4%	-2,7%	-7,1%	-2,9%	-5,4%
Bund 10Y Performance	525,62	0,4%	-0,5%	-3,0%	-2,9%	0,0%
REX Performance Index	431,65	0,6%	0,7%	-0,5%	-0,8%	-0,2%
IBOXX A.A., €	4,05	-8	12	42	51	45
IBOXX BBB, €	4,92	-8	18	43	-2	22
ML US High Yield	9,46	-3	58	103	18	49
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	0,0%	3,7%	0,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	589,01	-2,2%	-3,3%	0,0%	-6,7%	-3,5%
MG Base Metal Index	372,09	0,5%	-2,2%	-5,7%	2,0%	-11,0%
Roböl Brent	88,48	-4,3%	-5,2%	5,7%	-5,4%	4,2%
Gold	1976,09	1,1%	3,1%	0,7%	19,4%	8,8%
Silber	22,85	0,2%	-2,0%	-7,5%	18,5%	-3,8%
Aluminium	2202,75	2,0%	0,5%	0,3%	-0,4%	-6,2%
Kupfer	7958,50	0,4%	-1,4%	-7,9%	4,3%	-4,9%
Eisenerz	118,48	-0,5%	-2,2%	5,1%	25,2%	6,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1832	-11,5%	13,5%	90,4%	4,4%	20,9%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0557	0,0%	-0,7%	-4,5%	7,1%	-1,0%
EUR/ GBP	0,8709	0,1%	0,4%	1,4%	0,2%	-1,8%
EUR/ JPY	158,60	0,2%	0,3%	1,5%	8,0%	12,8%
EUR/ CHF	0,9466	0,0%	-2,2%	-1,4%	-4,3%	-3,9%
USD/ CNY	7,3150	0,0%	0,0%	2,5%	0,6%	6,0%
USD/ JPY	150,23	0,3%	0,9%	6,6%	1,6%	14,6%
USD/ GBP	0,8252	0,2%	0,7%	6,1%	-5,4%	-0,7%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.