

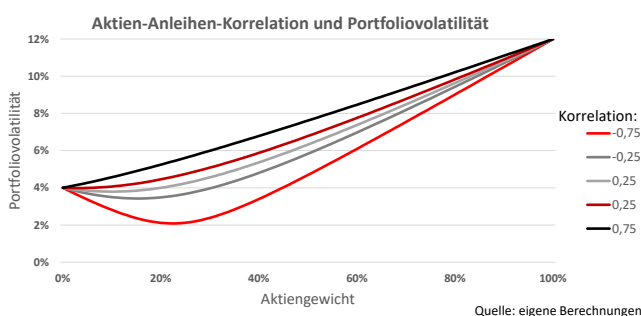


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

14. Oktober 2021

Korrelation zwischen Aktien und Anleihen: Droht ein Regimewechsel?

Gerade in Zeiten von Krisen und hoher Unsicherheit ist unter Anlegern eine Flucht in „sichere Häfen“ zu beobachten. Um drohende Verluste zu reduzieren, stoßen Anleger risikoreichere Anlageklassen wie Aktien ab und schieben zum Beispiel in sichere Staatsanleihen um. Die daraus resultierende negative Korrelation zwischen beiden Anlageklassen stellt für Anleger eine erfreuliche Nachricht dar, denn die gegenläufige Wertentwicklung kann als natürlicher Absicherungsmechanismus in der Portfoliokonstruktion genutzt werden. Zudem wird die Portfoliovolatilität reduziert. Dieser Diversifikationsgewinn lässt sich anhand eines einfachen Zahlenbeispiels verdeutlichen. Die Volatilität eines klassischen 60/40-Portfolios (60% Aktien mit einer erwarteten Rendite von 7% und Volatilität von 12%; 40% Anleihen mit einer erwarteten Rendite von 1% und Volatilität von 4%) würde sich bei einem Korrelationskoeffizienten zwischen beiden Anlageklassen in Höhe von 0,75 auf 8,5% belaufen. Würde sich die Wertentwicklung beider Anlageklassen dagegen gegenläufig bewegen und der entsprechende Korrelationskoeffizient -0,75 betragen, würde die Portfoliovolatilität auf rund 6,1% absinken. In beiden Fällen beträgt die erwartete Rendite jedoch 4,6%.

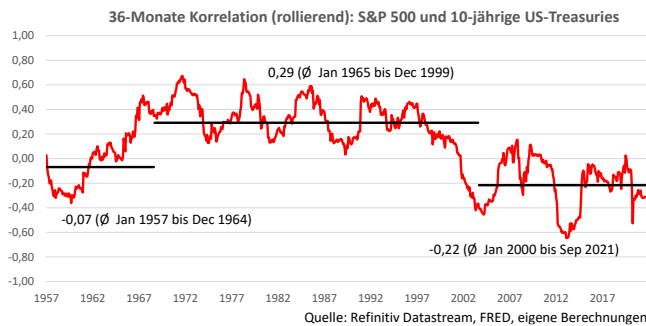


Konnten Anleger von solch einem eingebauten Absicherungsmechanismus in der Vergangenheit profitieren? Dass diese Frage nicht allgemein gültig zu beantworten ist und es sowohl Zeiten mit positiven als auch negativen Korrelationskoeffizienten gab, zeigt eine Analyse von US-Anleihen und dem Aktienmarktindex S&P 500 für den Zeitraum Januar 1954 bis September 2021. Der Verlauf des rollierenden 36-Monats-Korrelationskoeffizienten zwischen der Gesamtrendite von 10-jährigen US-Staatsanleihen und dem S&P 500 lässt sich in drei Phasen einteilen, wobei eine Variation der Länge des rollierenden Korrelationskoeffizienten zu qualitativ gleichen Ergebnissen führt: Von 1957 bis Ende 1964 bewegte sich der rollierende Korrelationskoeffizient unterhalb der Nulllinie (Mittelwert: -0,07) und versprach einen kleinen Diversifikationsgewinn. Daran schloss sich eine lange Phase mit persistent positiven Korrelationskoeffizienten an (1965 bis 1999: durchschnittlich 0,29), wodurch die Portfoliokonstruktion unter Risikogesichtspunkten erschwert wurde. Ein Absinken des Korrelationskoeffizienten war jedoch während der Ölpreiskrisen 1973 und 1979/1980 zu beobachten und spiegelte die Flucht der Anleger in sichere Anlageklassen wider.

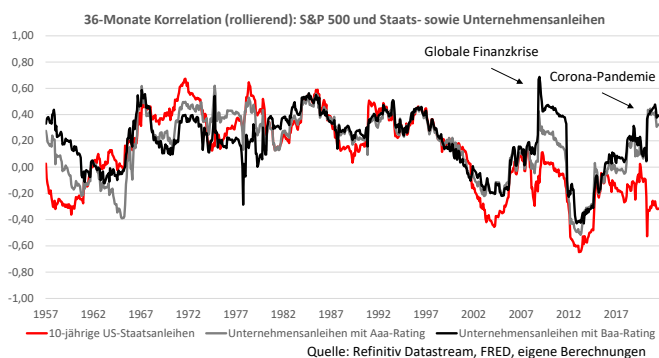
Einhergehend mit der Jahrtausendwende und dem Platzen der Dotcom-Blase drehte das Vorzeichen des rollierenden Korrelationskoeffizienten in den negativen Bereich und fiel beispielsweise im Zuge der Corona-Pandemie im April 2020 auf -0,53. Getragen wurde das Regime negativer Korrelationskoeffizienten durch das Niedrigzinsumfeld und die massiven Liquiditätszuflüsse seitens der amerikanischen Notenbank, die für eine Hausse am Aktienmarkt sorgten (die durchschnittliche monatliche

Konjunktur und Strategie

Rendite des S&P 500 betrug in den letzten zehn Jahre 1,2% und überstieg die auf Monatsbasis berechnete langfristige nominale Wachstumsrate in Höhe von rund 0,7%) und die Renditen von US-Staatsanleihen auf ein Rekordniveau sinken ließen. Qualitativ ähnliche Verläufe lassen sich für die rollierenden Korrelationskoeffizienten zwischen US-Staatsanleihen im Laufzeitenbereich von ein bis dreißig Jahren und dem S&P 500 beobachten.

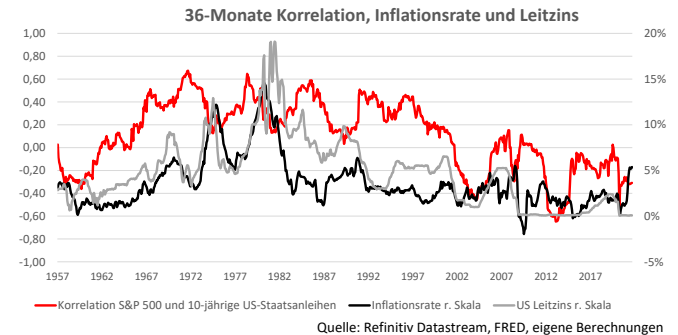


Während das Niedrigzinsumfeld der vergangenen Jahre sichere Staatsanleihen unter Renditegesichtspunkten als unattraktiv erscheinen ließ, boten Unternehmensanleihen vergleichsweise attraktive Renditen. Allerdings musste die „Mehrrendite“ auf Kosten von Diversifikationsvorteilen erkaufte werden. So stieg der rollierende Korrelationskoeffizient zwischen dem S&P 500 und der Gesamtrendite von US-Unternehmensanleihen mit einem Moody’s Rating von Aaa und Baa mit dem Ausbruch der Corona-Pandemie im März 2020 sprunghaft an. Im Gegensatz dazu fiel der Korrelationskoeffizient zwischen dem S&P 500 und 10-jährigen US-Staatsanleihen zu diesem Zeitpunkt deutlich ab. Aufgrund des höheren Ausfallrisikos von Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen forderten Anleger – ähnlich wie für Aktien – höhere Risikoprämien und trennten sich von den risikoreicheren Unternehmensanleihen.

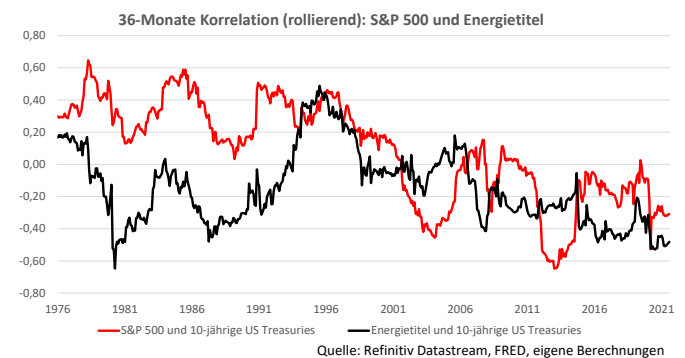


Wird es zukünftig bei den negativen Korrelationskoeffizienten zwischen Aktien und Staatsanleihen bleiben oder droht ein Regimewechsel zu positiven Koeffizienten?

Aufschluss hierüber gibt ein Blick auf das makroökonomische Umfeld: Auffällig ist, dass in der Vergangenheit hohe Inflationsraten und hohe Zinssätze mit einer gleichgerichteten Wertentwicklung beider Anlageklassen einhergingen (vgl. die Phase 1965 bis 1999).



Für Staatsanleihen ergibt sich aufgrund von steigenden Preisen und höheren Zinsen ein negativer Effekt, da diese aufgrund ihrer fixierten Zinsbindung des Kupons an Attraktivität verlieren und höhere Diskontraten den Barwert zukünftiger Kuponzahlungen senken. Aktienkurse neigen in diesem makroökonomischen Umfeld kurzfristig ebenfalls zu Schwäche. So verschlechtern steigende Zinsen die Refinanzierungsbedingungen und erschweren unternehmerische Investitionsvorhaben. Ferner üben steigende Preise in Form von höheren Energiekosten auf der Unternehmensseite kurzfristig Druck auf die Margen aus und können den Aktienkurs belasten. Konträr verhält es sich bei Unternehmen aus der Energiebranche, denn diese können spiegelbildlich ihre Margen durch die gestiegenen Energiepreise erhöhen und von den Preissteigerungen profitieren. Dieser Effekt schlägt sich exemplarisch in den stark negativen Korrelationskoeffizienten zwischen amerikanischen Aktien aus der Energiebranche und 10-jährigen US-Staatsanleihen Ende der 1970er Jahre nieder.



Der empirische Einfluss verschiedener makroökonomischer Indikatoren auf den rollierenden Korrelationskoeffizienten lässt sich anhand eines multiplen Regressionsmodells feststellen. Wie grafisch bereits zu erahnen ist,

weisen die geschätzten Koeffizienten für den realen Zinssatz und die Inflationsrate ein positives Vorzeichen auf: steigende Preise und Zinsen erhöhen die Korrelation zwischen US-Staatsanleihen und dem S&P 500. Ein Anstieg der Arbeitslosenquote – als Indiz für eine Verringerung des Wirtschaftswachstums – hingegen senkt den rollierenden Korrelationskoeffizienten und bringt die Rotation in risikoärmere Anlagen zum Ausdruck.

Variable	Koeffizienten	P-Wert
Schnittpunkt	-0,1249	0,0000
Dummy: Periode 1953 bis 1964	0,0417	0,0391
Dummy: Periode 1965 bis 1999	0,4735	0,0000
Realer Zinssatz	1,5469	0,0000
Inflationsrate (yoy)	0,5449	0,0794
Rezessionsdummy	-0,0215	0,2566
Arbeitslosenquote	-0,9089	0,0126
Adjustiertes Bestimmtheitsmaß		0,70

Quelle: Refinitiv Datastream, FRED, eigene Berechnungen

Selbstverständlich spielen neben den aufgeführten makroökonomischen Indikatoren auch verhaltensökonomische Phänomene bei der Bestimmung der Korrelation eine Rolle; aus ökonometrischer Sicht ergeben sich jedoch zwei denkbare Szenarien:

1. Sollte sich die konjunkturelle Lage weiter verbessern, das Preisniveau aufgrund einer Lohn-Preis-Spirale dauerhaft ansteigen und eine nachhaltige Zinswende seitens der Notenbank eingeleitet werden, ist ein Regimewechsel zu einer positiven Korrelation aus empirischer Sicht sehr wahrscheinlich.
2. Sofern die konjunkturelle Entwicklung zum Beispiel aufgrund von Lieferengpässen temporär ins Stocken gerät, die aktuell hohen Inflationsraten zum Vor-Corona-Niveau zurückkehren und nur moderate Zinsanhebungen erfolgen, ist ein Korrelationskoeffizient nahe null am wahrscheinlichsten.

Anleger mit einem Fokus auf den amerikanischen Markt sollten die Auswirkungen eines ansteigenden Korrelationskoeffizienten auf ihr Portfolio kennen: Ein zunehmender Gleichlauf der Gesamrendite von Aktien und Staatsanleihen erhöht das Portfoliorisiko, sodass sich Anleger über eine mögliche Portfoliumschichtung Gedanken machen sollten. Dabei tut sich jedoch ein Dilemma auf: Entweder nimmt der Anleger das höhere Risiko in Kauf und lässt die Aktien- bzw. Anleihequote im Portfolio unverändert oder er vergrößert den Anteil von risikoärmeren Staatsanleihen. Eine Erhöhung des Anleihengewichts im Portfolio ist aufgrund der ausgesprochen geringen Kuponzinsen und geringen Rendite jedoch nicht wirklich eine Alternative. Selbst Unternehmensanleihen,

die eine höhere erwartete Rendite als Staatsanleihen aufweisen, eignen sich wegen der bereits positiven Korrelation zu Aktienmärkten nicht. Sollte tatsächlich ein Regimewechsel eintreten, dürfte daher der Aufbau von Cash unter Risikogesichtspunkten sinnvoller sein. Weitere Abhilfe können zum einen eine breitere geografische Diversifikation des Portfolios und zum anderen die Hinzunahme von weniger stark positiv-korrelierten Anlageklassen wie beispielsweise Gold schaffen.

Wir bedanken uns bei unserem Kollegen Simon Landt für die tatkräftige Unterstützung zu diesem Beitrag.

Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	14.10.2021 16:04	30.09.2021 -1 Woche	06.09.2021 -1 Monat	06.07.2021 -3 Monate	06.10.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	34770	2,7%	-1,7%	0,6%	25,2%	13,6%
S&P 500	4408	2,3%	-2,8%	1,5%	31,2%	17,4%
Nasdaq	14740	2,0%	-4,1%	0,5%	32,1%	14,4%
Russell 2000	2266	2,8%	-1,1%	-0,4%	43,7%	14,7%
DAX	15437	1,2%	-3,1%	-0,5%	19,6%	12,5%
MDAX	34110	-0,8%	-5,8%	-1,3%	23,3%	10,8%
TecDAX	3697	-1,2%	-6,8%	2,6%	18,9%	15,1%
EuroStoxx 50	4145	2,4%	-2,4%	2,3%	28,2%	16,7%
Stoxx 50	3601	2,9%	-1,2%	2,3%	23,3%	15,8%
SMI (Swiss Market Index)	11866	1,9%	-4,5%	-0,8%	16,0%	10,9%
FTSE 100	7204	1,7%	0,2%	1,5%	21,1%	11,5%
Nikkei 225	28551	-3,1%	-3,7%	-0,3%	21,8%	4,0%
Brasilien BOVESPA	113347	2,1%	-3,8%	-9,4%	18,5%	-4,8%
Russland RTS	1887	6,1%	8,6%	14,7%	61,4%	36,0%
Indien BSE 30	61306	3,7%	5,2%	16,0%	54,9%	28,4%
China CSI 300	4914	1,0%	-0,4%	-3,3%	7,1%	-5,7%
MSCI Welt (in C)	3039	0,9%	-1,9%	1,9%	29,7%	19,5%
MSCI Emerging Markets (in C)	1260	0,4%	-2,7%	-4,5%	16,3%	3,3%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	168,94	-88	-631	-466	-533	-870
Bobl-Future	134,74	-19	-19	36	-40	-44
Schatz-Future	112,20	-1	-6	2	-8	-8
3 Monats Euribor	-0,55	3	2	2	-4	3
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,54	0	0	-1	0	0
3 Monats \$ Libor	0,12	-1	1	-1	-11	-11
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	0	0	-2	3	0
10-jährige US Treasuries	1,53	0	21	16	79	62
10-jährige Bunds	-0,18	1	19	13	32	39
10-jährige Staatsanl. Japan	0,08	1	4	5	6	6
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,15	2	17	12	35	35
US Treas 10Y Performance	692,88	0,1%	-1,6%	-0,8%	-4,5%	-3,2%
Bund 10Y Performance	662,94	-0,1%	-1,8%	-1,0%	-2,6%	-3,2%
REX Performance Index	490,05	-0,4%	-1,1%	-0,8%	-1,7%	-1,8%
IBOXX AA, €	0,34	1	14	11	19	32
IBOXX BBB, C	0,72	4	15	10	-17	16
ML US High Yield	4,76	8	17	20	-116	-22
Wandelanleihen Exane 25	8153	0,0%	-2,4%	-2,8%	3,8%	-2,1%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	569,16	2,1%	7,0%	7,6%	60,9%	39,0%
MG Base Metal Index	435,13	0,7%	-1,3%	0,4%	41,9%	22,7%
Rohöl Brent	83,61	6,4%	16,0%	11,9%	95,5%	61,1%
Gold	1797,94	2,1%	-1,3%	-0,3%	-6,0%	-5,3%
Silber	22,54	2,1%	-8,9%	-13,8%	-5,4%	-14,6%
Aluminium	2883,75	1,5%	4,6%	15,0%	65,8%	46,1%
Kupfer	9052,60	1,2%	-4,1%	-2,5%	39,0%	16,8%
Eisenerz	122,29	2,2%	-15,6%	-43,8%	0,4%	-21,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	5206	0,8%	36,2%	63,8%	148,3%	281,1%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1598	0,2%	-2,2%	-2,0%	-1,7%	-5,5%
EUR/ GBP	0,8459	-1,6%	-1,4%	-1,3%	-6,9%	-5,5%
EUR/ JPY	131,66	1,5%	1,0%	0,5%	5,7%	4,1%
EUR/ CHF	1,0692	-1,3%	-1,6%	-2,2%	-0,8%	-1,0%
USD/ CNY	6,4399	-0,1%	-0,3%	-0,6%	-5,2%	-1,4%
USD/ JPY	111,43	0,1%	1,4%	0,7%	5,5%	7,9%
USD/ GBP	0,7297	-1,6%	0,9%	0,8%	-5,3%	-0,3%

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

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.