

## Wird die Aktienausswahl zum Nullsummenspiel?

### Zunehmende Korrelationen reduzieren die Erfolgchancen des Stock-Picking

**Für Privatanleger ist es rational, passiv anzulegen. Das gilt immer mehr, weil es für aktive Fondsmanager derzeit immer schwieriger wird, den Markt zu schlagen.**

Alex Hinder

Die Performance der Stock-Picker bleibt enttäuschend. Erstens hatte sogar während der Finanzkrise 2008 die Mehrzahl der aktiv verwalteten Anlagefonds mehr verloren als ihre Vergleichsindizes. Zweitens änderte sich daran während der folgenden Erholung ebenfalls nichts. Im Gegenteil: Der Prozentsatz der Fonds, die in den letzten zwölf Monaten ihren Vergleichsindex nach Kosten geschlagen haben, betrug Ende August 2010 laut einer Analyse der Fondsexperten von «ifund services» in Europa 31%, in den Schwellenländern 27% und in den USA lediglich 18%.

#### Kosten drücken die Rendite

Der Hauptgrund für das schlechte Abschneiden der aktiven Manager liegt – neben der teilweise sehr hohen Kostenbelastung – in der zunehmenden Korrelation der Finanzmärkte. Die Investoren haben zwar realisiert, dass sich die verschiedenen Börsen oft im gleichen Takt bewegen. Vielen ist aber nicht bewusst, wie massiv die Korrelation der einzelnen Aktien untereinander zugenommen hat. Wenn sich die Aktien immer mehr im Gleichschritt bewegen, nehmen die Chancen für eine erfolgreiche Titelselektion rapide ab, und Stock-Picking wird zur Glücksache bzw. zum Nullsummenspiel.

Schaut man sich die Median-Korrelation aller im amerikanischen S&P-500-Aktienindex enthaltenen Titel über einen Zeitraum von vierzig Jahren an, so zeigt sich, dass die durchschnittliche Korrelation einer amerikanischen Aktie mit dem Index über die ganze Zeit bei 0,45 liegt. In Krisenzeiten steigt die Korrelation auf den Finanzmärkten regelmässig deutlich an, da bei Kurseinbrüchen alle Aktienwerte in die Tiefe rauschen, ungeachtet ihrer Fundamentaldaten. So schnellte während des «Crashs» von 1987 die Korrelation auf über 0,8 hoch. Bis Mitte der neunziger Jahre sank die durchschnittliche Korrelation dann deutlich, erreichte aber im Jahr 2002 mit rund 0,68 erneut sehr hohe Werte.

Seit dem Jahr 2000 hat sich die Korrelation klar erhöht. In den letzten Jahren stieg sie dann weiter an und erreichte im Juli 2010 Werte von über 0,8. Die Schwankungen der einzelnen Aktien werden damit zu 80% von den Bewegungen des Indexes bestimmt. Die firmenspezifischen Rahmenbedingungen haben auf die Kursschwankungen einer Aktie nur noch geringen Einfluss. Dieses schwierige Umfeld macht auch den absoluten Profis unter den Stock-Pickern, den Hedge-Funds, zunehmend zu schaffen. Wenn praktisch alle Einzeltitel entweder gleichzeitig steigen oder fallen, kann beispielsweise mit Equity-Long-Short-Strategien kaum mehr etwas verdient werden. Die hohe Korrelation erschwert die Aktienselektion und damit die Chancen, den Vergleichsindex zu schlagen. Die hohen Kosten der aktiven Manager wirken als zusätzliche Performance-Bremse.

Dadurch verstärkt sich natürlich der Trend zu Indexanlagen. Anleger setzen immer mehr auf passive Anlagevehikel wie ETF und Indexfonds und nicht mehr auf aktiv verwaltete Anlagefonds. Das Phänomen der zunehmenden Korrelation beschränkt sich nicht nur auf einzelne Aktien und den entsprechenden Index, sondern auch auf die Schwankungen der Börsen. Die internationalen Aktienmärkte waren schon immer mehr oder weniger lose miteinander verbunden. New York als

Leitbörse spielt traditionell eine wichtige Rolle. Wie langfristige Korrelationsberechnungen zeigen, hat sich jedoch in den letzten zehn Jahren der Zusammenhang nochmals verstärkt. Europa wies 1991 in Lokalwährung eine Korrelation zum Weltindex von 0,74 auf – im ersten Halbjahr 2010 lag dieser Wert bei 0,96. Die Korrelation der Schwellenländer mit dem Weltaktienindex lag vor zwanzig Jahren noch unter 0,5, Ende Juni 2010 erreichte dieser Wert 0,86.

Für diesen Trend gibt es mehrere Gründe. Ein Teil davon ist vorübergehender Natur, andere sind strukturelle Trends. Als eher kurzfristiger Faktor ist die jüngste Finanzmarktkrise einzustufen, die mit weltweit massiven Kursrückgängen verbunden war. Es ist eine empirisch gut belegte Tatsache, dass die Korrelationen bei fallenden Märkten jeweils stark steigen. Die Liste der langfristigen Faktoren ist länger: Zuoberst ist die Globalisierung zu nennen, die nicht nur zu einer grösseren gegenseitigen Abhängigkeit geführt hat, sondern auch zu einer zunehmenden Integration der Märkte. Wir befinden uns im Jahr 2010 auf einem global integrierten 24-Stunden-Finanzmarkt, auf dem «News» schnell überall in die Kurse einfließen.

Der zunehmende Einsatz von Derivaten und Indexfonds wie ETF spielt ebenfalls eine wichtige Rolle. Der Derivatehandel hat die wachsende Integration der Märkte verstärkt. Die grossen Investmentbanken sichern ihre Aktienpositionen mit Indexoptionen ab. Durch die mit Derivaten möglichen Hebel-Effekte werden die Kursausschläge verstärkt. Das Volumen der Indexfonds hat weltweit die Schwelle von 1 Bio. \$ überschritten, und der Trend zur Indexierung ist ungebrochen. Mit vielen ETF kann man auf kurzfristige Börsentrends blitzschnell reagieren. Vor allem Hedge-Funds setzen für ihre Wetten im grossen Stil derivative Instrumente wie Indexfutures und -optionen ein.

### **Auswirkungen auf Anlagepolitik**

Auch der steigende Einsatz des automatisierten Computerhandels dürfte eine Rolle spielen. Heute arbeiten die Händler mit immer raffinierteren Algorithmen («program trading», «high-frequency trading», «flash trading»), um die kleinsten Ineffizienzen aufzuspüren. In wenigen Sekunden können so auf verschiedenen Märkten in unzähligen Titeln Hunderte, ja Tausende von Transaktionen ausgelöst werden – was die Korrelation verstärkt.

Die Korrelationen auf den Märkten haben in den letzten Jahren sehr zugenommen, und sie werden hoch bleiben, da unter anderem der Trend zur Globalisierung anhalten wird. Risikofaktoren wie die gegenwärtige Schuldenkrise werden die Finanzmärkte noch für längere Zeit beschäftigen. In diesem Umfeld wird es besonders für ein aktives Stock-Picking schwierig, längerfristig einen substantziellen Mehrwert zu erzielen. Der Trend in Richtung passive Anlagestrategien wird deshalb anhalten.

Dr. Alex Hinder ist CEO der auf ETF spezialisierten Firma Hinder Asset Management.