6. aktualisierte Auflage

PortfolioPraxis

Portfoliooptimierung in der Praxis

März 2010

Allianz Global Investors

Inhalt

Nicht alle Eier in einen Korb legen 3

Investmentfonds – one size doesn't fit all 11

Die Qual der Wahl 17

Branchen- oder Länderallokation?
Think global, invest global 25

Investor's Corner 32

Impressum 34

Nicht alle Eier in einen Korb legen

Was wie eine Bauernregel daherkommt, hat auch an den Kapitalmärkten Relevanz, denn es hat sich gezeigt, dass es in guten wie in schlechten Börsenzeiten zu unangenehmen Überraschungen kommen kann, wenn auf nur wenige Titel oder Marktsegmente gesetzt wird.

Wer alle Eier in einen Korb legt, kann im Nachhinein zu der schmerzhaften Erkenntnis kommen, dass sein Portfolio nicht optimal strukturiert war. Wie aber kann das Portfolio optimiert werden? Antwort auf diese Frage bietet die Portfoliotheorie. Sie zeigt, dass durch eine gezielte Asset Allocation, d. h. durch die Aufteilung der Anlagemittel auf verschiedene Anlageformen, eine Feinadjustierung von Ertrag und Risiko vorgenommen werden kann, die auf die individuellen Wünsche des Investors zugeschnitten ist. Ertrag und Risiko sind die beiden Größen, die den Ausschlag dafür geben, ob und in welcher Gewichtung z. B. deutsche Staatsanleihen und europäische Standardaktien ins Depot gehören oder inwieweit auch Aktien aus den Emerging Markets und High Yield-Bonds Berücksichtigung finden sollten. Eine breite Streuung des Vermögens bietet dabei die Möglichkeit, das Risiko von Wertschwankungen zu reduzieren, ohne Renditeeinbußen hinnehmen zu müssen.

Summa Oeconomica

- Eine breite Streuung des Vermögens bietet für den Anleger die Möglichkeit, das Risiko von Wertschwankungen zu reduzieren, ohne Renditeeinbußen hinnehmen zu müssen.
- Optimale bzw. effiziente Portfolios weisen entweder bei gegebenem Risiko die höchstmögliche erwartete Rendite oder aber bei gegebener Rendite das geringstmögliche Risiko auf.
- Durch Mischung von Renten und Aktien erzielt der Anleger einen höheren Ertrag als bei einer reinen Rentenanlage, ohne dabei das hohe Risiko einer reinen Aktienanlage einzugehen.
- Durch die Veränderung des Mischungsverhältnisses zwischen Renten- und Aktienanlage kann der Investor sein gewünschtes Rendite-Risiko-Profil erreichen.
- Die Historie zeigt, dass der Anleger ebenso über eine Länderallokation sein Risiko besser streuen kann, sodass negative länderspezifische Entwicklungen weniger ins Gewicht fallen.

Die Portfoliotheorie

Theorie mit Nobelpreis

Diese Theorie wurde in den Fünfzigerjahren von Harry Markowitz entwickelt, der dafür später den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften erhielt. Das Kennzeichen dieser Theorie: Sie setzt die erwartete Rendite in Beziehung zum Risiko (siehe Kasten 1). Die Grundgedanken der Theorie lassen sich modellhaft anhand der Analyse eines Portfolios mit zwei Wertpapieren darstellen. Die erwartete Rendite der einzelnen Wertpapiere sei von der zukünftigen Konjunkturentwicklung abhängig.

Für diese Entwicklung seien zwei Szenarien unterstellt:

- Szenario S_1: Aufschwung
- Szenario S_2: Rezession

In der Modellrechnung ist die (willkürlich gewählte) Wahrscheinlichkeit, dass tatsächlich ein Aufschwung eintritt, mit 60 % etwas höher als die Wahrscheinlichkeit einer Rezession. Ein Investor, der von diesen Wahrscheinlichkeiten ausgeht, ist also insgesamt vorsichtig optimistisch. Je nach Szenario entwickeln sich die beiden Wertpapiere unterschiedlich, wie an den jeweiligen Renditen zu erkennen ist (vgl. Kasten 2). Insgesamt ergibt sich für Aktie A eine höhere erwartete Rendite, aber auch ein höheres Risiko. Die erwartete Rendite des gesamten Portfolios ergibt sich aus dem gewichteten Durchschnitt der erwarteten Renditen der Einzelwerte. Die Höhe des Portfoliorisikos liegt lediglich bei 1,2 % und damit deutlich unter dem Durchschnitt der Einzelrisiken (7,1 %). Wie ist dies zu erklären? Es handelt sich daher nicht um Zauberei, sondern liegt daran, dass die Aktienrenditen nicht voll-

Kasten 1:
Zentrale Aussagen der Portfoliotheorie

- Maßgeblich für die Portfoliokonstruktion sind die Größen „erwartete Rendite“ und „Risiko“.
- Aus Gründen der Risikoreduktion ist die Bildung von Wertpapierportfolios sinnvoll.
- Als effizient werden solche Portfolios bezeichnet, zu denen es bei gleicher Rendite kein Portfolio mit einem geringeren Risiko gibt, und zu denen es bei gleichem Risiko kein Portfolio mit einer höheren Rendite gibt.
- Zentrale Bedeutung für das Portfoliorisiko besitzt das Ausmaß des Gleichlaufs (Höhe der Korrelation) der Renditen der einzelnen Wertpapiere im Portfolio.

Quelle: Steiner/Bruns, „Wertpapiermanagement“, 9.Auflage, 2007.

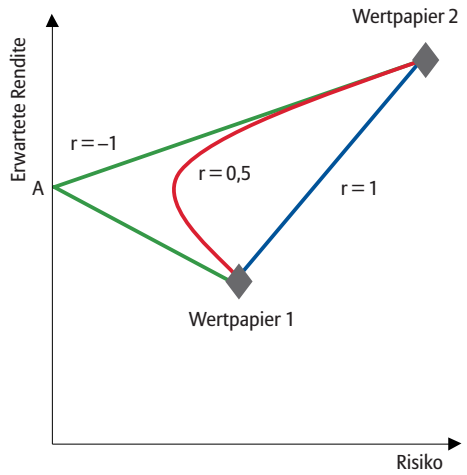
Kasten 2:
Modellrechnung: Rendite und Risiko
Portfolio mit 2 Wertpapieren
(Anteil der Wertpapiere: jeweils 50 %)

Szenarien:	S1	S2
Wahrscheinlichkeit:	0,6	0,4
Rendite Aktie A:	16 %	–1 %
Rendite Aktie B:	1 %	13 %

	Erwartete Rendite	Risiko
Aktie A:	9,2 %	8,3 %
Aktie B:	5,8 %	5,9 %
Portfolio:	7,5 %	1,2 %

ständig miteinander korreliert sind, d. h., die Renditen entwickeln sich nicht im Gleichlauf, sondern je nach Szenario sehr unterschiedlich. So hat Aktie A im Aufschwung eine hohe Rendite, während Aktie B schlecht performt. In der Rezession verhalten sich die Renditen der beiden Aktien genau umgekehrt. Insgesamt heben sich die Schwankungen der beiden Wertpapiere teilweise auf. Konsequenz: Bei nicht vollständig miteinander korrelierten Wertpapieren kann der Anleger durch die Streuung seines Vermögens Risiko vermindern, ohne die Rendite zu schmälern. Dies wird als Risikodiversifikationseffekt bezeichnet. Dieser Effekt lässt sich am Beispiel eines Händlers, der je nach erwarteter Wetterlage entweder Badehosen oder Regenschirme verkauft, veranschaulichen. Liegt der Händler mit seiner Wetterprognose richtig, kann er alle seine Produkte verkaufen. Irrt er aber, bleibt er auf der gesamten Ware sitzen. Im Zeitablauf werden seine Erträge stark schwanken, d. h. er geht ein hohes Risiko ein, da er mit seiner Prognose manchmal richtig und manchmal falsch liegt. Wenn der Händler jedoch jedes Jahr beide Produkte anbietet, ist ihm ein stetiger, d. h. weitgehend schwankungsfreier Ertrag sicher. Damit hat er sein Risiko wegdiversifiziert.

Schaubild 1:
Rendite-Risiko-Kombinationen von Wertpapiermischungen bei verschiedenen Korrelationskoeffizienten



Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Korrelationskoeffizient und Risikodiversifikation

Der Grad des Zusammenhangs verschiedener Wertpapierrenditen lässt sich über den sogenannten Korrelationskoeffizienten (r) ausdrücken. Diese Größe ist über den Bereich von –1 bis +1 normiert, d. h. der Koeffizient wird nicht kleiner als –1 und nicht größer als 1. In dem Rendite-Risiko-Diagramm (vgl. Schaubild 1) bilden die Linien die Rendite-Risiko-Kombinationen für unterschiedliche Mischungsverhältnisse zweier Wertpapiere modellhaft ab. In der mit Wertpapier 1 bezeichneten Raute besteht das Portfolio zu 100 % aus dem Wertpapier 1, entsprechend gilt in der mit Wertpapier 2 bezeichneten Raute, dass das Portfolio nur aus diesem Wertpapier besteht. Jeder Punkt auf den Linien zwischen den Rauten stellt eine Mischung aus beiden Papieren dar. Je näher ein Punkt an der Raute „Wertpapier 2“ liegt, desto größer der Anteil dieses Wertpapiers an der Mischung. Der unterschiedliche Verlauf der Linien ist durch die unterschiedlichen Korrelationskoeffizienten bedingt. Drei mögliche Fälle sind dargestellt:

1) r = 1: Die Wertpapierrenditen sind perfekt korreliert, d. h., sie laufen im Gleichklang. In diesem Fall ergibt sich keine Risikodiversifikation und das Portfoliorisiko entspricht dem gewichteten Durchschnitt der Einzelrisiken.

Kasten 3: Fachbegriffe

Erwartete Rendite: : Sie gibt an, mit welcher Rendite in der Zukunft bei einem Wertpapier oder einem Portfolio im Durchschnitt zu rechnen ist.

Risiko: Es wird über die Standardabweichung bzw. die Varianz gemessen. Diese Kennzahlen drücken den Umfang der Schwankungen der Renditen um den Erwartungswert aus. Je größer diese Schwankungen, desto höher das Risiko. Das Risiko wird oft auch mit dem Begriff „Volatilität" bezeichnet.

Korrelationskoeffizient (r): Maß für den Zusammenhang von Wertpapierrenditen.

r = 1: Die Wertpapierrenditen sind vollkommen korreliert, sie entwickeln sich gleichlaufend.

r = 0: Es besteht kein Zusammenhang zwischen den Wertpapierrenditen, sie sind nicht korreliert.

r = -1: Die Wertpapierrenditen sind perfekt negativ korreliert. Sie entwickeln sich genau gegenläufig.

Asset Allocation: Aufteilung von Anlagemitteln auf verschiedene Anlageformen.

• Die Strategische Asset Allocation bestimmt das Ziel und die Ausrichtung des Portfolios. Dabei wird

das Rendite-Risiko-Profil des Investors berücksichtigt.

• Die Taktische Asset Allocation legt fest, wie das Ziel erreicht werden soll. Durch gezielte Über- und Untergewichtung bestimmter Länder oder Branchen wird versucht, eine Outperformance gegenüber der Benchmark zu erzielen.

Assetklasse: Renten, Aktien etc.

Risikodiversifikationseffekt: Reduzierung des Risikos durch Streuung auf verschiedene Wertpapiere.

2) **r = 0,5:** Bei diesem Korrelationskoeffizienten ist das Risiko für unterschiedliche Mischungen zum Teil deutlich geringer – bei jeweils derselben Portfoliorendite wie im Fall von r = 1. Grafisch wird dies an der Ausbuchtung der Linie nach links deutlich. Es kommt zu einer Verringerung des Risikos.

Wie stark sind Badehosen und Regenschirme miteinander korreliert?

3) **r = -1:** Bei einem Korrelationskoeffizienten von -1, wenn sich die Wertpapierrenditen also genau gegenläufig entwickeln, ist es sogar möglich, eine Mischung aus zwei Wertpapieren zu wählen, bei der das gesamte Risiko wegdiversifiziert wird, wie im Punkt A erkennbar. Diese Mischung entspricht einer risikofreien Anlage.

Insgesamt zeigt sich, dass der Umfang der möglichen Risikodiversifikation davon abhängt, wie die Wertpapierrenditen miteinander korreliert sind.

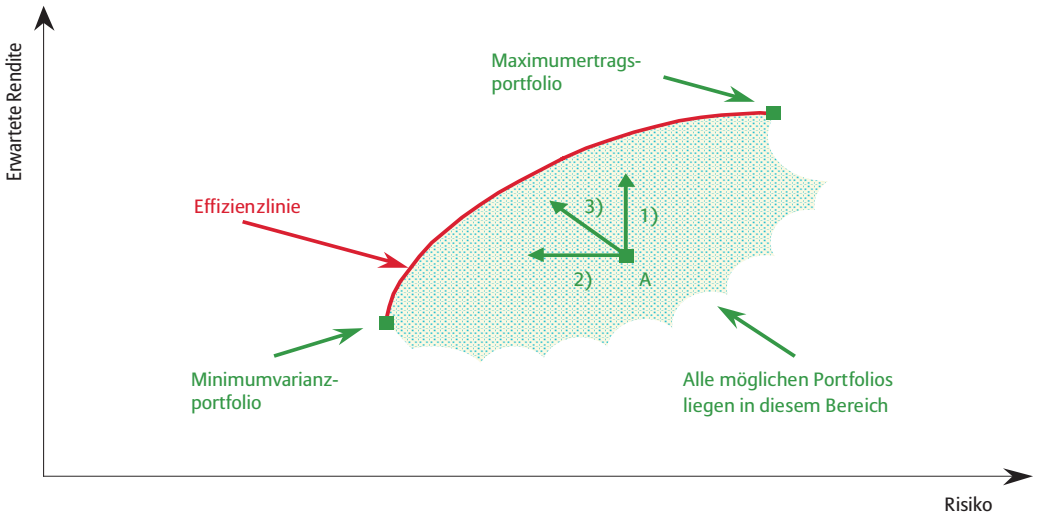
Effiziente Portfolios

In einer Welt mit fast unüberschaubar vielen Wertpapieren ist aber nicht der oben dargestellte Fall zweier Wertpapiere interessant, sondern die Anwendung der Theorie auf eine Vielzahl von Wertpapieren. Welche Risikodiversifikationsmöglichkeiten bestehen im Fall vieler Wertpapiere und welche Konsequenzen ergeben sich daraus für die Anlagestrategie? Gibt es die Möglichkeit, viele Wertpapiere miteinander zu kombinieren, stellt sich die Frage, welche ausgewählt werden sollten und welche Gewichtung die einzelnen Papiere im Portfolio haben sollten. Im Rendite-Risiko-Diagramm wird die Menge der möglichen Kombinationen vieler Wertpapiere durch die gepunktete Fläche dargestellt (vgl. Schaubild 2). Besitzt ein Investor z. B. das Portfolio A, so kann er durch Umschichtungen zu Wertpapiermischungen kommen, die diesem Portfolio überlegen sind:

Risikodiversifikation: Variantenreicher essen und besser schlafen.

1) Er kann bei gleichem Risiko seine Rendite erhöhen (Pfeil nach oben).
2) Er kann bei derselben Rendite sein Risiko senken (Pfeil nach links).
3) Er kann eine Kombination aus beidem wählen (Pfeil nach links oben).

Schaubild 2: Was möglich ist, muss nicht effizient sein



Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Wandern auf der Effizienzlinie: Auswahl der optimalen Rendite-Risiko-Kombination .

Die stetige Optimierung der Wertpapiermischung führt den Investor immer näher an die rote Linie heran, bis er sie schließlich erreicht. Diese Linie wird als Effizienzlinie bezeichnet. Auf ihr liegen alle effizienten Portfolios. Effizient bedeutet, dass diese Portfolios

- bei gegebenem Risiko die höchstmögliche erwartete Rendite haben bzw.
- bei gegebener Rendite das geringstmögliche Risiko aufweisen.

Die Effizienzlinie wird durch das Minimum-Varianz-Portfolio und das Maximum-Ertrags-Portfolio begrenzt. Das Minimum-Varianz-Portfolio ist das effiziente Portfolio mit dem geringsten Risiko, während das effiziente Portfolio mit der höchsten Rendite als Maximum-Ertrags-Portfolio bezeichnet wird.

Rendite und Risiko: Dreh- und Angelpunkt

Das Ziel jeder Portfoliooptimierung ist es, ein effizientes Portfolio zu erreichen. Welches der vielen effizienten Portfolios auszuwählen ist, hängt von den individuellen Rendite- und Risikovorstellungen ab. Grundsätzlich gibt es zwei mögliche Vorgehensweisen:

- Der Anleger formuliert seine Renditevorstellung und wählt das entsprechende effiziente Portfolio dazu aus.
- Der Investor konkretisiert, welches Risiko er zu tragen bereit ist, und sucht sich das dazugehörige effiziente Portfolio.

Beide Vorgehensweisen zeigen: Rendite und Risiko sind nicht voneinander zu trennen, sondern eng miteinander verbunden. Mit einer bestimmten Rendite geht ein bestimmtes Risiko einher. Dabei gilt:

Ein höherer Ertrag muss immer mit einem höheren Risiko erkauft werden.

Grafisch zeigt sich dies an der positiven Steigung der Effizienzlinie. Um eine höhere Rendite zu erzielen, muss der Investor auf der Effizienzlinie entlang wandern und geht damit gleichzeitig auch ein höheres Risiko ein. Ist umgekehrt ein geringeres Risiko gewünscht, verläuft die Wanderung die Effizienzlinie hinunter, womit sich auch die erwartete Rendite reduziert. Das optimale Portfolio hat der Anleger dann erreicht, wenn er das effiziente Portfolio ausgewählt hat, das seinen Rendite-Risiko-Vorstellungen entspricht. Damit trifft die Portfoliotheorie eine klare Aussage bezüglich der Asset Allocation und der Risikodiversifikationsmöglichkeiten:

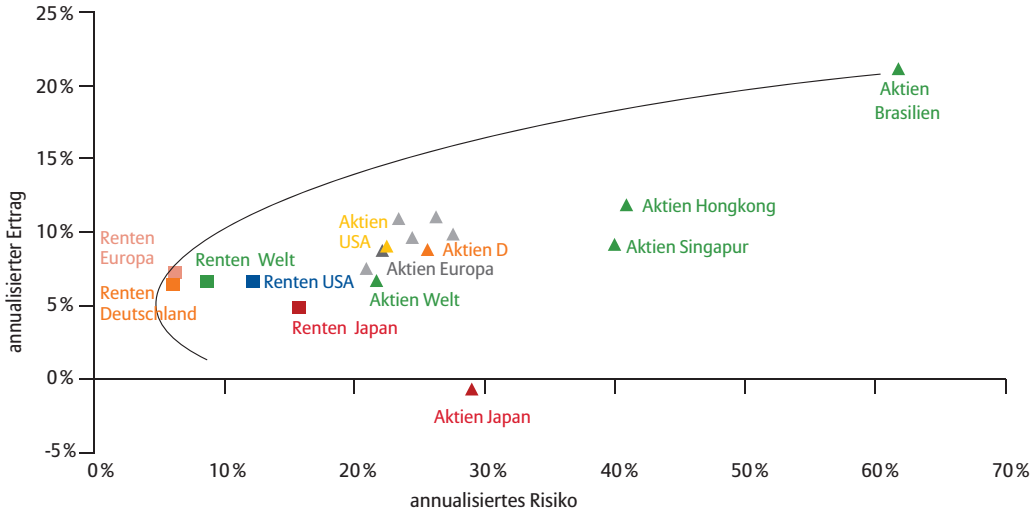
- Wähle das Vermögen so, dass das Portfolio effizient ist und den Rendite-Risiko-Vorstellungen entspricht.
- Erst wenn ein effizientes Portfolio erreicht ist, sind die Risikodiversifikationsmöglichkeiten ausgeschöpft.

Rendite und Risiko: 2 Seiten derselben Medaille.

Asset Allocation in der realen Welt

Jetzt noch ein Blick in die Vergangenheit. Zwar lässt sich aus der Entwicklung der Kapitalmärkte in der Vergangenheit nicht die Zukunft herauslesen, aber die historische Betrachtung kann in Verbindung mit den Erkenntnissen der Portfoliotheorie hilfreiche Hinweise geben. In Schaubild 3 sind die Rendite-Risiko-Profile von Renten und

Schaubild 3: Rendite-Risiko-Diagramm Aktien- und Rentenmärkte
Historisch auf Grundlage von MSCI- (Aktien) und JPMorgan-Indizes (Renten).



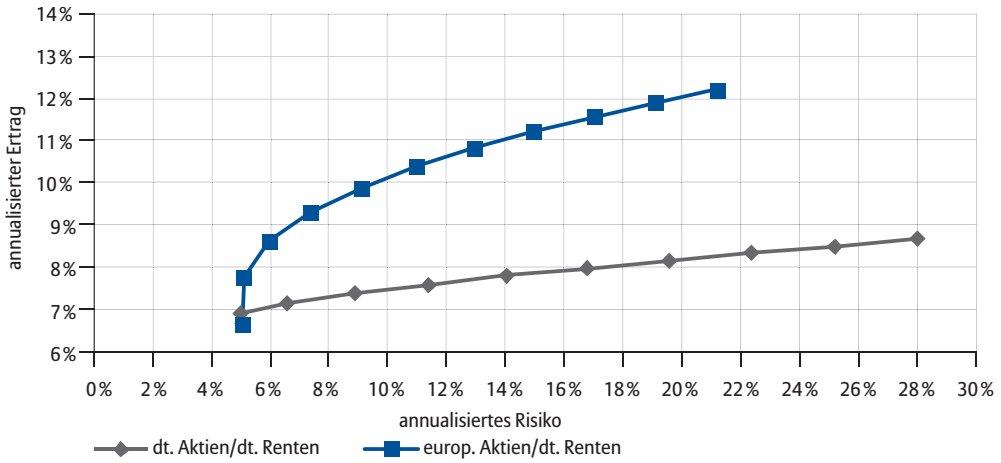
Quelle: Datastream, Zeitraum 12/1987–12/2009, währungsbereinigt in Euro;
Berechnung: Allianz Global Investments Kapitalmarktanalyse

Aktien verschiedener Länder über einen Zeitraum von 20 Jahren anhand von MSCI-Aktienindizes und JPMorgan-Rentenindizes dargestellt. Deutlich sichtbar ist, dass sowohl der Ertrag als auch das Risiko bei Renten in den meisten Fällen wesentlich geringer gewesen sind als bei Aktien. Damit bestätigt sich das Ergebnis der Portfoliotheorie: Wer höhere Renditen erwirtschaften will, muss in risikoreichere Papiere investieren. Das Schaubild macht auch deutlich, dass eine fehlende Diversifikation des Portfolios dazu führen kann, dass unnötig hohe Risiken eingegangen werden. So hätte ein Investor, der im angeführten Zeitraum z. B. nur japanische Aktien besessen hat, durch eine breitere Streuung seines Vermögens sein Risiko deutlich reduzieren und/oder seinen Ertrag erhöhen können. Die Vorteile des Diversifikationseffekts lassen sich also auch in der realen Welt nutzen.

Renten und Aktien: eine gute Mischung

Die Anwendung der Asset Allocation auf historische Daten zeigt, dass in der Vergangenheit durch Mischung von Renten und Aktien höhere Renditen als bei einer reinen Rentenanlage erzielt wurden, ohne dabei das hohe Risiko einer reinen Aktienanlage einzugehen. In Schaubild 4 wird am Beispiel von deutschen Renten und deutschen bzw. europäischen Aktien dargestellt, wie in der Vergangenheit mit steigender Gewichtung des Aktienanteils erwarteter Ertrag und Risiko angestiegen sind: Je weiter sich der Investor vom reinen Rentenportfolio in Richtung der reinen Aktienportfolios wegbewegt, desto größer wird der Anteil an Aktien im Portfolio und desto größer werden erwarteter Ertrag und Risiko. Durch die Veränderung des Mischungsverhältnisses konnte das gewünschte Rendite-Risiko-Profil erreicht werden. Zwar lassen sich die Ergebnisse der historischen Betrachtung nicht ohne Einschränkungen auf die Gegenwart übertragen, sie bieten aber Anhaltspunkte für die Grobstruktur des Portfolios entsprechend den individuellen Rendite-Risiko-Vorstellungen. Beim Vergleich der Kombination aus deutschen Renten und europäischen Aktien mit der Mischung deutscher Renten und rein deutscher Aktien fällt auf, dass die Portfolios mit europäischen Aktien besser abgeschnitten haben. Diese Portfolios wiesen bei denselben Risiken durchweg höhere Erträge auf, wie die über der roten liegende grüne Linie zeigt. Hier zeigt sich wieder der in der Portfoliotheorie beschriebene Risikodiversifikationseffekt. Für eine Anlage in europäischen Aktien stehen wesentlich mehr Aktien zur Verfügung, deren Korrelationen insgesamt geringer sind, daher lässt sich mehr Risiko vermindern.

Schaubild 4: Rendite und Risiko von Aktien-Renten-Portfolios



Quelle: Datastream, Zeitraum 01/1979–12/2009, währungsbereinigt in Euro; Berechnung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Siehe auch unsere Publikation aus der Reihe „PortfolioPraxis: Investieren in Aktien und Anleihen."

Für Risikobewusste: Aktien in Reinkultur

Auch innerhalb der Assetklasse Aktien gilt: Die richtige Mischung macht's. Die langfristige Performance der Aktienmärkte verschiedener Länder fällt sehr unterschiedlich aus (vgl. Schaubild 3). Im Zeitraum von Ende 1989 bis Ende 2009 war Brasilien zwar der Markt mit der höchsten Rendite, aber auch mit dem weitaus größten Risiko. Im Vergleich dazu weist z. B. Europa im selben Zeitraum eine geringere Rendite auf, allerdings auch ein deutlich geringeres Risiko. Durch eine Diversifikation über mehrere Länder kann die Volatilität gesteuert werden. Dazu leisten auch Länder, die weit unterhalb der Effizienzlinie liegen, ihren Beitrag, da die nicht perfekten Korrelationen zwischen den Ländern eine Verminderung von Risiko ermöglichen. Insgesamt zeigt das Schaubild 4, dass die Länderallokation über viele Jahrzehnte eine gute Möglichkeit war, Risiken zu streuen und die Verwundbarkeit gegenüber negativen länderspezifischen Entwicklungen zu reduzieren. Auch für Aktien in Reinkultur werden damit die Aussagen der Portfoliotheorie bestätigt. Für die Asset Allocation bedeutet dies, dass eine breite Streuung über verschiedene Länder historisch betrachtet sinnvoll war.

Auch innerhalb der Assetklasse Aktien gilt: Die richtige Mischung macht's

Investmentfonds – one size doesn't fit all

Die Investmentfondsbranche bleibt eine kreative Branche. Sie bietet Fonds quer über alle Marktsegmente und Investmentstile an. Wie aber den bzw. die richtigen Fonds finden?

Wer dabei einfach nach der klassischen Einteilung der breit ausgerichteten „Rennlisten" geht, vergleicht schnell Äpfel mit Birnen: Zwar mögen sich alle um den gleichen Vergleichsmaßstab (Benchmark: Obst) gruppieren, verfolgen aber bewusst unterschiedliche Investmentstile. So investiert der eine Fonds in die ganze Breite seines Anlageuniversums (z. B. europäische Standardaktien: „Obstkorb"), der andere setzt gezielt auf sogenannte Valuewerte („Birnen"), wieder ein anderer hat als Selektionskriterium die Wachstumstitel („Growth": Äpfel) und schließt vorgabegemäß die „Value"-Werte aus. Dahinter steckt der Gedanke, anspruchsvollen Fondsinvestoren Produkte nach ihrem jeweiligen Bedürfnis liefern zu können. Was bei verwaschenen T-Shirts vom Wühltisch noch gelten mag, gilt nicht mehr, wenn es um die Struktur des eigenen Portfolios geht: Eine Größe passt eben doch nicht allen.

Marginalie: Vergleich zum Unterschied zwischen Value & Growth auch unsere Publikation aus der Reihe „PortfolioPraxis".

Summa Oeconomica

In sechs Schritten lassen sich für die individuellen Bedürfnisse des Anlegers die passenden Fonds herausfiltern.

- Schritt 1: Die Grobeinteilung des Portfolios wird über die Strategische Asset Allocation, d. h. über die Bestimmung der Anteile Kasse/Renten/Aktien vorgenommen.
- Schritt 2: Die Aktienanlage wird in Regionen bzw. Länder allokiert. Hierbei gilt: Je breiter das potenzielle Anlageuniversum, desto höher der Grad der Risikostreuung.
- Schritt 3: Bei der Umsetzung der Strategie sind Mischformen denkbar, aber die Annäherung erfolgt von den beiden Polen der (Beratergestützten) „Do-It-Yourself" Umsetzung mittels gezielten Investierens in einzelne Fonds bzw. dem „Full Service Package".
- Schritt 4: Durch das Über- oder Untergewichten oder auch gezielte Weglassen einzelner Marktsegmente kann auf Kosten einer höheren Volatilität eine höhere (erwartete) Rendite erkauft werden.
- Schritt 5: Investitionen in das Kernportfolio sollten langfristig und breit diversifizierte Basisinvestments sein. Hingegen können durch Meinungsportfolios kurzfristige Trading-Chancen wahrgenommen werden.
- Schritt 6: Die Investmententscheidung muss in der Praxis durch eine klare Produktlinie umsetzbar sein. Daher ist es wichtig, dass der Fonds das umsetzt, was er verspricht.

„One size doesn't fit all", das wird spätestens deutlich, wenn es um

- das individuelle Anlegerprofil,
- die Optimierung des Portfolios unter Rendite-Risiko-Aspekten,
- das gezielte Über-/Untergewichten oder auch um
- das aktuelle „Market Timing" geht.

Wie lassen sich die richtigen Fonds aus der Fülle der Möglichkeiten herausfiltern?

6 Schritte zu den richtigen Fonds

Die (individuelle) Nachfrage des Anlegers trifft auf das Angebot eines immer komplizierter werdenden Marktes. Die eigenen Investmententscheidungen müssen mit den unterschiedlichen Investmentstilen der Fonds in Einklang gebracht werden. In sechs Schritten wird die Bresche geschlagen (vgl. Schaubild 5):

- Sechs Schritte, die Filtern gleichkommen, die mit jeder weiteren Masche das Fondsuniversum weitersortieren, bis die geeignetsten klar sichtbar sind.

- Sechs Schritte, die gleichzeitig auf unsere Publikationen verweisen und dort zur vertiefenden Betrachtung einladen.

Jeder Anleger kann selbst entscheiden, welche der Schritte er mitgeht.

1. Schritt: Im Anfang war …

… der Wasserstoff, stellt Hoimar von Ditfurth in seinem gleichnamigen Klassiker zum Entstehen des Universums fest und bleibt, zumindest von physikalischer Seite, unwidersprochen. Investmentuniversen stehen dem Kosmos an Komplexität nur wenig nach, setzen aber sehr viel individueller am Profil des Anlegers an.

- Liquiditätsbedarf,
- Risikoneigung,
- Renditeerwartung,
- Anlagehorizont bzw.
- Spar- und Anlageziel

stehen am Anfang eines systematischen Investmentprozesses. In einem ersten Schritt wird die Grobeinteilung des Portfolios nach den individuellen Merkmalen des Anlegers vorgenommen. Es geht um die Strategische Asset Allocation und damit um die Bestimmung der Anteile Kasse/Renten/Aktien (vgl. Kasten 3, S. 6). Die Kassenhaltung wird durch die laufenden Ausgaben auf kurze Sicht bestimmt. Sie enthält auch ein Luftpolster für alle Eventualitäten. Über die Bestimmung des Rentenanteils wird u. a. das Risikoprofil erfasst.

2. Schritt: Das Aktienuniversum

Eine Entscheidung, die eng mit dem ersten Schritt verwoben ist: Die „Kuchensegmente" Aktien/Rente/Kasse sind bestimmt. An was aber soll sich die Aktienanlage messen lassen? Wie breit darf die Investition gestreut werden? Quer über die ganze Welt, nur innerhalb Europas oder nur auf Titel des Eurolands? Sollen Emerging Markets ausgeschlossen oder stark übergewichtet werden? Vorschlag: Wenn nicht der ausgesprochene Wunsch besteht, nur in Unternehmen der „Heimatregion", also des Eurolands (z. B.

Siehe auch unsere Publikation „Investieren in Aktien & Anleihen" aus der Reihe „PortfolioPraxis".

Schaubild 5: Wie lässt sich ein Portfolio ausbalancieren?.

In sechs Schritten geht's zu den geeignetsten Investmentfonds.

Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

zwecks Ausschaltung des Wechselkursrisikos) zu investieren, bietet sich die „Welt“ als Vergleichsmaßstab der eigenen Investitionen an. Die Idee dahinter: Wer den weltweiten Aktienmarkt als potenziellen Anlagehafen hat, vergleicht sich mit dem am breitesten diversifizierten Aktienkorb. Ein höherer Grad an Diversifikation ist nicht möglich. Je höher die Diversifikation, desto geringer das Risiko („Diversifikationseffekt“), aber auch der zu erwartende Ertrag. Aber noch ein anderer Aspekt ist wichtig:

Je breiter das potenzielle Anlageuniversum für den Aktienanteil ist, desto flexibler können mittels Über- oder Untergewichtung einzelner Marktsegmente gezielt Chancen genutzt und Investmentideen umgesetzt werden.

So kann auch der Zusammenhang von Risiko und Ertrag genutzt werden: Je stärker von der breit diversifizierten „Welt“ abgewichen wird, desto stärker ist das sich in Kursschwankungen ausdrückende Risiko und desto höher der zu erwartende Ertrag.

3. Schritt: Do It Yourself, oder …

Full Service Package? Sind die Grobstruktur der Anlage und das Anlageuniversum für den Aktienteil erst einmal bestimmt, stellt sich die Frage: Wer soll sie umsetzen? Mischformen sind sicher denkbar, aber die Annäherung erfolgt von den beiden Polen der (Beratergestützten) „Do-It-Yourself“-Umsetzung mittels gezielten Investierens in einzelne Fonds bzw. dem „Full Service Package“.

Full Service Package

Entsprechend dem Anlegerprofil werden Fondsprodukte herausgesucht, welche die Aufteilung des Investmentkuchens für den Anleger vornehmen. Das Management wird vollständig an die Profis abgegeben. Die Anlagemöglichkeiten müssen dadurch jedoch nicht eingeschränkt werden. Im Gegenteil. Produktvielfalt auch hier. Die unterschiedlichen Anteile (Aktien/Renten) können darüber genauso gesteuert werden wie das Anlageuniversum für den Aktienanteil selbst. Die sich dafür anbietende Fondspalette lässt sich kategorisieren nach Fonds, die aus einem einzelnen Fonds bestehen und nach Fonds, die selbst wieder in andere Fonds investieren:

- Zur ersten Kategorie gehören die sogenannten Mischfonds. Eine Unterkategorie sind die AS-Fonds, die auf der gesetzlichen Grundlage der Altersvorsorge-Sondervermögen in Aktien, Anleihen und Immobilienfonds investieren können.

- Dachfonds bilden die zweite Kategorie. Der Fondsmanager wird in einem mehrstufigen Prozess zum Fondsmanager der Fondsmanager: Er investiert die ihm anvertrauten Gelder in einem mehrstufigen Prozess in andere Investmentfonds und verbindet bei der Auswahl der einzelnen Aktien die eigene Expertise mit dem Know-how fremder Fondsmanager.

Dachfondsmanager: Fondsmanager der Fondsmanager.

Do It Yourself

Beim Do-it-yourself-Verfahren wird der Investmentkuchen vom Anleger selbst aufgeteilt. Er überträgt seine aus dem Anlegerprofil abgeleiteten Vorgaben auf den Investmentkuchen und investiert in die einzelnen „Kuchenstücke“, deren Auswahl er selbst vornimmt.

More Risk, More Fun?

Die Anteile Kasse/Renten/Aktien sind bestimmt – jetzt geht es im Do-It-Yourself-gesteuerten Teil der Allokationsentscheidung um die Zusammensetzung des Aktienportfolios. Hier erfolgt die Steuerung des erwartetem Risikos und des erwünschten/zu erwartenden Ertrags. Ertrag und Risiko sind die beiden Seiten der gleichen Medaille: Wer eine höhere Rendite erreichen möchte, muss auch ein höheres Risiko eingehen. Die Erkenntnisse der Portfoliotheorie sind historisch gut belegt. Die Historie gleicht dem Blick in den Rückspiegel, gibt aber auch Wegmarken in die Zukunft vor: Wer mehr Ertrag als das am breitesten diversifizierte (Welt-)Portfolio möchte, muss sich von diesem wegbewegen und auf der Effizienzlinie wandern. Der Diversifikationsgrad des Portfolios nimmt dabei zwangsläufig ab.

4. Schritt: Wandern auf der Effizienzlinie

Die Effizienzlinie ist jene Linie, welche den Diversifikationseffekt nutzt. Von ihr aus betrachtet, gibt es kein Portfolio, das bei gleichem Risiko zu einem höheren Ertrag oder bei gleichem Ertrag zu einem geringeren Risiko führt. Die Wanderung auf dieser Linie erfolgt durch das Über- bzw. Untergewichten oder auch das gezielte Weglassen einzelner Marktsegmente. Was tatsächlich hinter der „Wanderung“ steckt, ist eine bewusste Verringerung des Diversifikationsgrades weg von dem am stärksten diversifizierten Portfolio. Ziel: Mehr Volatilität, aber auch mehr (erwartete) Rendite.

Vier Strategien und deren Mischformen sind als „Wanderwege“ vorstellbar.

Strategie: Nur Regionen

Im einfachsten Fall erfolgt diese Wanderung mittels der Über-/Untergewichtung einzelner Länder bzw. ganzer Regionen. Zum Beispiel werden die USA übergewichtet, oder die Emerging Markets. Eine Strategie, die sich mittels Fonds sehr leicht umsetzen lässt. Implizit tun dies auch viele Anleger, wenn auch unbewusst, indem sie etwa ausschließlich oder mit Schwerpunkt in europäische Titel investieren. So gesehen wird der Rest der Welt „untergewichtet“, sprich ausgelassen. Das „Wandern“ kann Schritt für Schritt erfolgen: „Die Welt“ wird als Basisinvestment genommen, dann werden z. B. Fonds für Europa und/oder die USA dazugekauft. Die Emerging Markets werden nach Marktlage über- oder untergewichtet. Für den Aufbau eines Kernportfolios ist das eine gute Strategie. Sie hat allerdings einen Nachteil: Durch die Globalisierung der Volkswirtschaften und der Kapitalmärkte laufen die einzelnen Regionen immer stärker im Gleichklang. Eine Entwicklung, die schon seit Jahren zu beobachten ist, und die sich verstärken dürfte. Wenn die Performance am US-Aktienmarkt aber immer stärker jener am europäischen Markt gleicht, verliert das Spielen einzelner Regionen an Bedeutung. Sorgfältiges Austarieren ist gefragt.

Strategie: Branchen und Regionen

Die Investmentwelt ist wie ein großer Kuchen aufgebaut, der nach verschiedenen Aspekten segmentiert werden kann. Eine Möglichkeit ist die Segmentierung nach Branchen und Regionen. Die zu einer Branche gehörenden Unternehmen setzen sich wiederum aus den Unternehmen der sechs Regionen zusammen. Entweder wird das Portfolio

- nur aus Regionen aufgebaut,
- oder nur aus einzelnen Branchen,
- oder sowohl aus Branchen als auch aus Regionen.

Anders als bei einem Regionenfonds, hinter dem die Leistung des Fondsmanagers steht, der die Selektion der Branchen (und Einzeltitel) vornimmt, liegt hier die Entscheidung einzig und allein beim Investor. Dazu kommt: Branchen sind deutlich geringer diversifiziert als Regionen. Die Volatilität der Anlage ist damit höher.

Kasten 4: Investmentstile

Der Value-Stil setzt auf unterbewertete Unternehmen. Firmen, die anhand bestimmter Finanzkennzahlen sehr günstig bewertet waren, haben in der Vergangenheit überdurchschnittliche risikoadjustierte Renditen erzielt.
Der Growth-Stil ist auf Wachstumsunternehmen spezialisiert. Der „Underestimation-Hypothese" zufolge wird das Wachstum von schnell expandierenden Unternehmen vom Markt nicht korrekt vorausgesehen. Die Unterschätzung der zukünftigen Gewinne durch den Markt führte in der Vergangenheit dazu, dass die Aktien solcher Unternehmen Überrenditen erzielt haben. Hier setzt der Growth-Manager an. Er selektiert vielversprechende Wachstumsunternehmen.

Vgl. hierzu unsere Publikation aus der Reihe: „Portfolio Praxis Akademie: Value oder Growth - mehr als nur eine Stilfrage"

Strategie: Investmentstile

Investmentstile setzen an dem Gedanken an, dass einzelne Marktsegmente, die durch bestimmte Kriterien voneinander abgrenzbar sind, zur Portfoliooptimierung gezielt genutzt werden können. Die bekanntesten dieser Stile werden unterschieden in:

- „Value", „Growth", „Blend"; eine Einteilung, die nach Bewertungskennzahlen erfolgt. Wobei „Blend" als breiter Investmentansatz die „Value-" und „Growth-" Segmente umschließt (vgl. Kasten 4).

- „Large-", „Mid-" und „Small-Caps": „Size" - die unterschiedliche, an der Marktkapitalisierung gemessene „Größe" zählt.

Strategie: Mischformen

Regionen & Branchen, Regionen & Stile – die Zweidimensionalität kann zur Dreidimensionalität werden: Regionen, Branchen und Stile werden zusammengeführt. Die Komplexität steigt. Das Ziel bleibt: Verbesserung der Performance bei möglichst wenig zusätzlichem Risiko. Übergewichtungen, die mittels Branchen oder Stilen vorgenommen werden, sollen gezielt erfolgen. Dabei kann es aber zu kumulativen Effekten kommen. Wer z. B. die Finanzwerte übergewichtet hat und gleichzeitig „Value"-Werte zumischen will, muss wissen, dass Finanzwerte im Value-Segment besonders stark vertreten sind. Weiß er das nicht, kann es zu einer unerwünschten Übergewichtung des Finanzsektors kommen.

5. Schritt: Den Profis über die Schulter schauen

Wie aber lassen sich die Strategien leicht umsetzen, ohne dass ständig neue Strukturierungen des gesamten Portfolios vorgenommen werden müssen? Die Profis machen es vor. So unterscheiden einige Dachfondsmanager in „Core" und „Satellite": „Core" ist das Kernstück, hier erfolgen die Basisinvestments. „Satellite" ist die Kür, hier werden gezielt Akzente gesetzt.

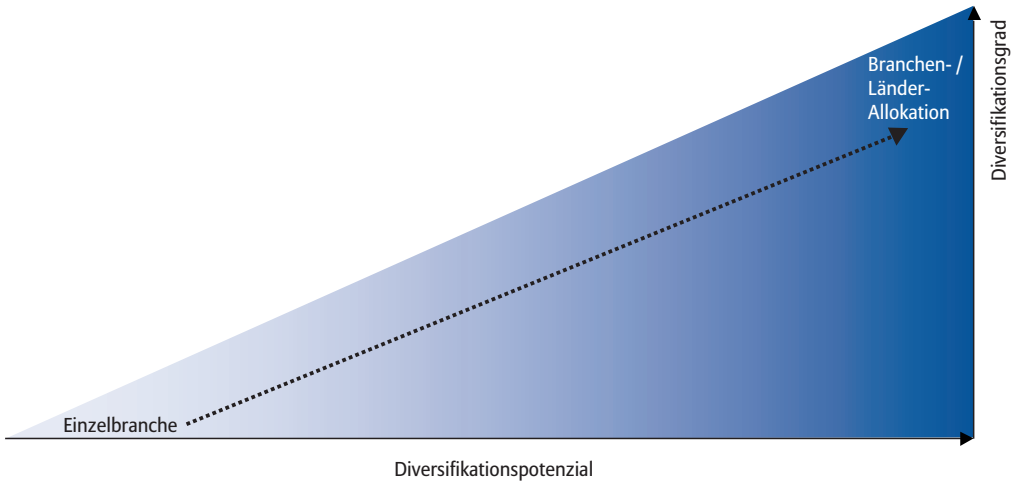
- Das Kernportfolio investiert in die Breite des Marktes. Es ist langfristig ausgelegt und breit diversifiziert. Anpassungen erfolgen hier seltener. Regionenfonds, abgesichert durch einen global anlegenden Fonds, passen hier besonders gut rein, aber auch „Full-Service-Produkte" wie Dach- oder Mischfonds. Die langfristige Ausrichtung legt es nahe, dass die hier allokierten Segmente z. B. auch mit einem Ansparplan verbunden werden.

Kern-Meinungsportfolio: eine wichtige Unterscheidung!

- Anders das Meinungsportfolio: Wie der Name verrät, werden in diesem Anteil des Depots Meinung und Expertise des Anlegers ganz gezielt umgesetzt. Hier werden die Übergewichtungen vorgenommen. Branchen-und Stilfonds gehören hier hinein, aber auch Fonds ohne Ausgabeaufschlag („AF"), die unter Nutzung der aktuellen Marktsituation nur kurz-, maximal mittelfristig dort verweilen sollen. Mit ihnen werden Trading-Chancen wahrgenommen.

Meinungsportfolio: Gezielte Über-/ Untergewichtungen .

Schaubild 6: Von der einzelnen Branche zum Weltportfolio



Wer nur in eine Branche investiert, hat den geringsten Diversifikationsgrad. Dieser steigt aber, je mehr Branchen dazukommen. Am Ende steht das breit diversifizierte Weltportfolio.

Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Das Meinungsportfolio ist in der Fristigkeit der Anlageentscheidung kurzfristiger als das Kernportfolio. Es erfasst das Timing. Lohnt sich der Aktienkauf jetzt oder soll mehr „Kasse" gehalten werden, um bei günstigeren Kursen einzusteigen? Die taktische Asset Allocation steht im Mittelpunkt.

Das Meinungsportfolio muss dabei aber nicht nur durch die „Taktik" bestimmt werden, sondern kann auch eine strukturelle Komponente aufweisen: Eine Übergewichtung von Branchen kann gezielt und auf längere Sicht vorgenommen werden, etwa weil die jeweilige Branche als besonders zukunftsträchtig eingeschätzt wird.

6. Schritt: Angebot und Nachfrage

So weit die Theorie. Jetzt zur Praxis. Die schönsten Überlegungen nützen nichts, wenn sie nicht umsetzbar sind – mit Investmentfonds. Die Nachfrage muss auf das passende Angebot treffen. Nachdem in den ersten Schritten Anlageuniversum und Anlageziel bestimmt wurden, geht es jetzt um die produktspezifischen Anforderungen. Eine klare Investmententscheidung muss durch eine klare Produktlinie umsetzbar sein. Der Albtraum: Sie wollen 20% Kasse, 30% Renten und 50% Aktien halten und stellen am Ende fest, dass sie ja eigentlich – wenn auch zunächst unbemerkt – 40% Kasse und dafür nur 30% Aktien im Portfolio hatten. Wie das passieren kann? Ganz einfach: Wenn in einem Produkt nicht drin ist, was drauf steht. Das kann passieren, wenn z. B. ein Fonds hohe Anteile an Kasse halten darf. Schade nur, wenn Sie die Entscheidung über den Kassenanteil für sich getroffen und umgesetzt haben und dieser Anteil am Ende unbemerkt durch einen starken, zusätzlichen Kassenanteil des Fonds erhöht wird. Der Kassenanteil akkumuliert sich. Anderes Beispiel: Sie wollen 80% Aktien Welt (insgesamt) und zusätzlich 20% reine Technologie. Bei Licht betrachtet haben Sie am Ende 80% Welt, 10% Technologie und eine Übergewichtung von 10% Konsumwerten: Wo Technologie drauf steht, ist halt nicht nur Technologie drin. Sie haben zwar das Risiko-Risiko-Profil Ihres Portfolios richtig gesteuert, aber die falschen Fahrzeuge bekommen.

hjn

Die Qual der Wahl

In den bisherigen Kapiteln dieser Studie wurde auf theoretische Aspekte der Portfoliooptimierung eingegangen. Dieser Abschnitt ermöglicht die direkte Umsetzung der Theorie in die Praxis.

Dieses Kapitel soll zeigen, wie ein gut diversifiziertes Aktienportfolio in der Praxis in einem systematischen Auswahlprozess zusammengestellt werden kann. Auf der Suche nach Effizienz lauten die Grundfragen:

- Anhand welcher Kriterien sollen einzelne Regionen- und Branchenbausteine zusammengestellt werden?

- Wie verändern sich Portfoliorendite und -risiko, wenn die Zusammensetzung des Portfolios variiert wird?

Wer sich in einer bestimmten Region engagiert, möchte wissen, welche Branchen er sich damit „einhandelt". Befindet sich z. B. die Region Nordamerika im Portfolio, muss noch festgestellt werden, welches Gewicht damit automatisch z. B. die Branche Informationstechnologie einnimmt. Umgekehrt besitzt jede Branche eine bestimmte regionale Gewichtung. Erst wenn sowohl die Branchen- als auch die Regionengewichtung bekannt sind, ist es möglich, einzuschätzen, ob die tatsächliche Portfoliogewichtung der gewünschten entspricht. In einem ersten Schritt werden daher die Gewichte von Branchen und Regionen bestimmt. Die Kriterien für die Zusammenstellung der Portfoliobausteine sind deren Rendite und Risiko sowie die Korrelationen der Bausteine untereinander. Mit den in dieser Studie zur Verfügung gestellten Daten kann jeder Investor sich in einem zweiten Schritt die historische

Summa Oeconomica

- Die Rendite und das Risiko eines Portfolios in der Vergangenheit sind Indikatoren für aktuelle Investmententscheidungen. Beide Größen können über die entsprechenden Formeln berechnet werden. Die notwendigen Zutaten dazu sind die Gewichte, Renditen und Volatilitäten der Portfoliobausteine sowie deren Korrelationen untereinander.
- Die Renditen und Risiken der Branchen und Regionen weisen deutliche Unterschiede auf. Grundsätzlich gilt: je höher der Ertrag, desto höher das Risiko.
- Die Kombination von Bausteinen, die relativ gering miteinander korreliert sind, ermöglicht die Verminderung von Risiko.
- Die Variation der Gewichtung der Bausteine im Portfolio ist eine einfache Möglichkeit, Rendite und Risiko zu steuern. Je höher die Gewichtung von renditestarken Bausteinen, desto höher fällt die Portfoliorendite aus.
- Um sich dem optimalen Portfolio zu nähern, werden die Bausteine so zusammengestellt, dass sich ein möglichst effizientes Portfolio ergibt und Portfolioertrag bzw. Portfoliorisiko den individuellen Vorstellungen entsprechen.

Rendite und das Risiko seines Portfolios selbst berechnen. Bei der Optimierung des Aktienportfolios wird davon ausgegangen, dass die Strategische Asset Allocation schon vorgenommen worden ist: Die Aufteilung zwischen Renten und Aktien ist festgelegt und an die individuellen Bedürfnisse bezüglich Rendite und Risiko angepasst worden. Jetzt muss „nur noch" der Aktienanteil optimiert werden.

Was steckt tatsächlich im Portfolio?

Grundlage für die Bestimmung der Gewichte, die die relative Marktkapitalisierung widerspiegeln, sind die absoluten Marktkapitalisierungen der entsprechenden MSCI-Indizes von Oktober 2009. Die verschiedenen Regionen haben unterschiedliche Branchengewichtungen. Mit welchen Gewichten sind die verschiedenen Branchen im Portfolio vertreten, wenn ein Engagement z. B. in der Region Nordamerika erfolgt? Ein Blick auf Schaubild 7 zeigt, dass in der Region Nordamerika die Branchen Finanzdienstleister, Informationstechnologie und Energie die größten Gewichtungen besitzen. Dieselbe Problematik stellt sich beim Kauf bestimmter Branchen: Welche regionale Gewichtung weisen die einzelnen Branchen auf? Ein Engagement in der Branche Gesundheit bedeutet z. B., dass Nordamerika das Hauptgewicht ausmacht (58,4%), gefolgt von Europa (33,3%) und Pazifik mit 8,4% (vgl. Schaubild 8). Generell fällt auf, dass die Branche Finanzdienstleistungen in allen drei Regionen zurzeit den größten Anteil für sich beansprucht (vgl. Schaubild 7). Bei den Anteilen der Regionen innerhalb der Branchen zeigt sich die Dominanz der nordamerikanischen Märkte, die im Vergleich zu den anderen Regionen fast durchgängig die höchsten Gewichtungen aufweisen (vgl. Schaubild 8).

Dies spiegelt sich auch in Schaubild 3 wider, die für Nordamerika einen Anteil am MSCI World von 47,6% ausweist. Schaubild 3 differenziert gleichzeitig nach Regionen und Branchen. So bedeutet ein Anteil von 3,6% der Branche Energie in der Region Europa, dass dies der Anteil dieser Branche in dieser Region an der Marktkapitalisierung im MSCI World ist. Weiterhin ist aus der Tabelle abzulesen, welche Anteile die verschiedenen Branchen auf der Weltebene haben. Neben den Finanzdienstleistern mit 21,7% gehören zurzeit der Informationstechnologien und die Branche Industrie zu den Schwergewichten.

Schaubild 7: Anteile der Branchen in den Regionen auf Basis des MSCI World vom 10/2009

	Nordamerika	Europa	Pazifik	Welt
Informationstechnologie	17,1	2,6	8,6	10,6
Finanzdienstleister	17,6	24,8	27,0	21,7
Zyklischer Konsum	9,3	8,4	14,9	10,0
Industrie	9,5	10,1	14,7	10,6
Gesundheit	11,3	8,8	4,3	9,2
Telekommunikation	3,0	7,0	6,1	5,0
Klassischer Konsum	10,9	11,1	6,5	10,2
Energie	13,2	10,3	3,0	10,4
Versorger	3,3	8,5	4,9	5,4
Grundstoffe	4,8	8,4	9,9	7,0

Das Schaubild stellt dar, welche Gewichtung die einzelnen Branchen innerhalb der jeweiligen Region haben. Bsp.: In der Region Nordamerika hat die Branche Finanzdienstleister eine Gewichtung von 17,6%. Aufgrund von Rundungen kann es zu geringen Abweichungen kommen

Quelle: Datastream, Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Schaubild 8: Anteile der Regionen in den Branchen auf der Basis des MSCI World vom 10/2009

	Nordamerika	Europa	Pazifik	Welt
Informationstechnologie	76,8	8,7	14,5	100,0
Finanzdienstleister	38,4	39,6	22,0	100,0
Zyklischer Konsum	44,4	29,1	26,5	100,0
Industrie	42,6	32,9	24,5	100,0
Gesundheit	58,4	33,3	8,4	100,0
Telekommunikation	29,1	48,9	21,9	100,0
Klassischer Konsum	50,9	37,8	11,2	100,0
Energie	60,6	34,4	5,0	100,0
Versorger	28,9	54,9	16,2	100,0
Grundstoffe	33,1	41,7	25,2	100,0

Quelle: Datastream, Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Das Schaubild gibt die Anteile der einzelnen Regionen innerhalb der Branchen wieder. Bsp.: In der Branche Gesundheit hat Nordamerika eine Gewichtung von 58,4 %.

Schaubild 9: Gewichtungen der Branchen und Regionen (Anteil an der Marktkapitalisierung des MSCI World vom 10/2009)

	Nordamerika	Europa	Pazifik	Welt
Informationstechnologie	8,1	0,9	1,5	10,6
Finanzdienstleister	8,4	8,6	4,8	21,7
Zyklischer Konsum	4,4	2,9	2,6	10,0
Industrie	4,5	3,5	2,6	10,6
Gesundheit	5,4	3,1	0,8	9,2
Telekommunikation	1,4	2,4	1,1	5,0
Klassischer Konsum	5,2	3,9	1,1	10,2
Energie	6,3	3,6	0,5	10,4
Versorger	1,6	3,0	0,9	5,4
Grundstoffe	2,3	2,9	1,8	7,0
Summe	**47,6**	**34,7**	**17,7**	**100,0**

Quelle: Datastream, Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Das Schaubild gibt die kombinierten Gewichtungen von Regionen und Branchen an. Bsp.: Die Branche Finanzdienstleister in Europa hat ein Gewicht von 8,6 %.

Das Baukastensystem in der Anwendung

Beispielhaft wird hier die Benchmarkfamilie von MSCI betrachtet. Anhand der Schaubilder 7 und 8 lassen sich die tatsächlichen Gewichtungen berechnen, die die Branchen und Regionen im Portfolio haben. Zwei Beispiele veranschaulichen, wie sich die tatsächlichen Gewichtungen der Regionen und Länder feststellen lassen.

Beispiel 1: Mischung aus Nordamerika und IT

Wie viel Nordamerika und Informationstechnologie befinden sich tatsächlich im Portfolio, wenn die Region Nordamerika mit 40 % und die Branche IT mit 60 % im Portfolio vertreten sind? In Schaubild 7 ist erkennbar, dass die IT-Branche innerhalb der Region Nordamerika eine Gewichtung von 17,1 % hat. Schaubild 8 zeigt, dass Nordamerika innerhalb der IT-Branche eine Gewichtung

von 76,8% hat. Anhand dieser Gewichte lassen sich jetzt die endgültigen Portfoliogewichte für die Regionen und die Branchen bestimmen:

- Der Gesamtanteil an der Region Nordamerika im Portfolio beträgt dann: 0,4 + 0,6 x 76,8% = 0,861 bzw. 86,1%. Dieser Wert ergibt sich aus der Addition des Portfolioanteils von Nordamerika (0,4) mit dem Produkt aus dem Portfolioanteil der Branche IT (0,6) und dem darin enthaltenen Nordamerikaanteil (76,8%). Mit über 86% ist damit die regionale Gewichtung wesentlich stärker auf Nordamerika fokussiert als dies auf den ersten Blick scheint.

- Der Gesamtanteil der IT-Branche am Portfolio beträgt: 0,6 + 0,4 x 17,1% = 0,668, also ca. 67%.

Beispiel 2: Mischung der Branchen Finanzdienstleister und Gesundheit

Wer sich nur in Branchenfonds engagiert, möchte wissen, welche regionale Gewichtung er sich damit einkauft. Besteht das Portfolio zu 30% aus Finanzdienstleistern und zu 70% aus der Branche Gesundheit, so beträgt der Anteil z. B. der Region Europa: 0,3 x 39,6% + 0,7 x 33,3% = 0,352 also ca. 35% (vgl. Schaubild 8).

Mit den Schaubildern 7 und 8 lässt sich für jede Kombination von MSCI-Bausteinen schematisch die spezifische Länder- und Branchengewichtung bestimmen. Dabei ist allerdings zu beachten, dass sich die Gewichtungen im Zeitablauf ändern, da die Marktkapitalisierungen mit den Schwankungen der Börsenkurse variieren. Für eine korrekte Berechnung der Portfolioanteile sind daher aktuelle Gewichte nötig.

Notwendige Zutaten für die Portfoliooptimierung

Um ein optimales Aktienportfolio zusammenzustellen, müssten die zukünftigen

- Renditen
- Volatilitäten (Risiken) und
- Korrelationen

der Portfoliobestandteile bekannt sein. Die zukünftigen Größen kennt höchstens das Orakel von Delphi. Die Entwicklung dieser Größen in der Vergangenheit ist aber oft ein guter Wegweiser für aktuelle Investmententscheidungen. Beim Zusammenfügen der Bausteine zu einem Portfolio können anhand der in dieser Studie angeführten Daten (Renditen, Risiken und Korrelationen der Bausteine) die Portfoliorendite und das

Der Index MSCI World setzt sich aus 24 Industrieländern zusammen, die zu den Regionen Nordamerika, Europa und Pazifik zusammengefasst werden können. Gleichzeitig erfolgt eine Aufschlüsselung des Indexes über 10 Branchen

Portfoliorisiko in der Vergangenheit berechnet werden. Mit Hilfe dieser Größen ist es möglich, sich an ein optimales Portfolio heranzutasten.

Von den Renditen der Bausteine zur Portfoliorendite

Um die Portfoliorendite zu berechnen, müssen neben den Anteilen der MSCI-Bausteine am Portfolio auch deren Renditen – die erste Zutat – bekannt sein. Die Portfoliorendite errechnet sich aus dem gewichteten Durchschnitt der Renditen der Einzelbausteine. Ziel ist es, eine Portfoliorendite zu erreichen, die der gewünschten Rendite entspricht. Im Kasten 5 sind die annualisierten Renditen der MSCI-Branchen und -Regionen von Dezember 1994 bis Ende Dezember 2009 aufgelistet. Bei der Betrachtung der einzelnen Branchen- und Regionenrenditen fällt auf, dass sowohl zwischen den Branchen als auch zwischen den Regionen große Unterschiede bei den Renditen bestehen. Der Energiesektor nimmt mit 12,3% die Spitzenposition ein, das Branchenschlusslicht sind die Titel des zyklischen Konsums mit 4,5%. Damit ergibt sich eine beachtliche Renditedifferenz von 7,8 Prozentpunkten. Ähnlich groß sind die Unterschiede zwischen den Regionen: Nordamerika steht mit 8,2% vorne, während der Pazifik mit +/- 0% gar keinen Wertzuwachs verzeichnete verzeichnete.

Anhand der Renditen der Bausteine lässt sich für den genannten Zeitraum die Portfoliorendite beliebiger Kombinationen von MSCI-Bausteinen berechnen. Die Portfoliorendite berechnet sich nach der Formel:

$$m_p = \sum_{j=1}^{N} x_j m_j$$

m_p: Portfoliorendite,
x_j: Gewichte,
m_j: Rendite der im Portfolio vorhandenen Bausteine

Die Renditen sind annualisiert, d. h., es werden die durchschnittlichen jährlichen Renditen angegeben. Besteht ein Portfolio z. B. zu 60% aus der Region Welt, zu 30% aus der Branche Versorger und zu 10% aus der Branche Telekommunikation, so ergibt sich folgende historische Portfoliorendite:
0,6 x 6,1 % + 0,3 x 7,8 % + 0,1 x 5,6 % = 6,56.

Risiko von Branchen und Regionen

Auf dem Weg zu einem optimalen Portfolio reicht es aber nicht aus, nur die Rendite des Portfolios zu betrachten - auch das Portfoliorisiko muss abgeschätzt werden. Dazu wird die Zutat Nr. 2, die Risiken der Portfoliobausteine, benötigt. Hier ergeben sich zwischen den Branchen und Regionen deutliche Unterschiede:

- Das höchste Risiko bestand in der IT-Branche mit 35,7%, das geringste Risiko wies der Klassische Konsum mit 14,5% auf (vgl. Kasten 5). Zwischen der risikoreichsten und risikoärmsten Branche ergibt sich somit eine Risikodifferenz von 21,2 Prozentpunkten.

- Die Region Europa hatte mit 22,3% das höchste Risiko zu verzeichnen, Welt mit 19,1% das niedrigste. Hier beträgt die Risikodifferenz zwischen risikoreichster und -ärmster Region noch 3,2 Prozentpunkte.

Die Renditen der Branchen und Länder wiesen in der Vergangenheit große Unterschiede auf.

... und auch die Risiken differierten deutlich.

Kasten 5:

	Rendite	Risiko
Branchen		
Energie	12,3%	20,0%
Grundstoffe	7,9%	21,3%
Industrie	5,0%	19,9%
Zykl. Konsum	4,5%	19,6%
Klass. Konsum	9,0%	14,5%
Gesundheit	9,7%	18,6%
Finanzen	4,9%	21,4%
IT	7,9%	35,7%
Telekom	5,6%	26,0%
Versorger	7,8%	17,3%
Regionen		
Welt	6,1%	19,1%
Nordamerika	8,2%	20,1%
Europa	7,8%	22,3%
Pazifik	0,0%	21,8%

Quelle: Datastream, Zeitraum: 01/95–12/09; Darstellung: Allianz GI Kapitalmarktanalyse

In der Regel gilt, dass ein höherer Ertrag immer mit einem höheren Risiko erkauft werden muss. Die angegebenen Werte für Rendite und Risiko der Branchen- und Regionenbausteine bestätigen den Grundsatz jedoch nur grob. Insbesondere die Branchen IT und Telekommunikation sowie die Region Pazifik, die in diesem Zeitfenster allesamt unter einer zwischenzeitlichen Bewertungsblase litten, wiesen im Betrachtungszeitraum eine relativ geringe Rendite bei gleichzeitig überdurchschnittlich hohem Risiko auf. Gleichzeitig zeigen die historischen Daten, dass die Konvergenz der Regionen größer ist als bei den Branchen.

Berechnung des Portfoliorisikos

Die Kenntnis der Risiken ermöglicht eine erste Orientierung, welche Branchen und Regionen eher der individuellen Risikoeinstellung entsprechen. Um aber das Portfoliorisiko genau bestimmen zu können, fehlt noch die 3. Zutat, die Korrelationen zwischen den Bausteinen. Das Schaubild 14 gibt die Korrelationskoeffizienten zwischen den Branchen und Regionen wieder. Ein Blick auf die Tabelle zeigt, dass alle MSCI-Bausteine positiv miteinander korreliert waren, allerdings liegen beim Grad der Korrelation deutliche Unterschiede vor. Sehr hohe Korrelationen bestanden z. B. zwischen der Region Welt und der Branche Zyklischer Konsum (0,96), zwischen den Regionen Welt und Nordamerika (0,97) und zwischen den Branchen IT und Telekommunikation (0,88). Dagegen waren die Region Pazifik und die Branche Klassischer Konsum (0,34) sowie die Branchen Gesundheit und Grundstoffe (0,26) eher gering miteinander korreliert. Daher lohnt es sich, die Bausteine zu kombinieren, deren Korrelation miteinander gering ist, da auf diese Weise am meisten Risiko vermindert wird. Solange noch kein effizientes Portfolio erreicht ist, ist die Reduzierung des Risikos ohne Renditeeinbuße möglich. Mit Hilfe der Formel zur Berechnung des Portfoliorisikos lässt sich für jedes aus den MSCI-Bausteinen zusammengesetzte Portfolio das jeweilige Risiko bestimmen. Die Formel sieht zwar kompliziert aus, mit Hilfe eines Taschenrechners oder PCs lässt sich das Portfoliorisiko aber relativ einfach berechnen. Je höher die Anzahl der Bausteine im Portfolio, desto umfangreicher wird der Rechenaufwand. Die Gewichte der Bausteine können nach eigenen Wünschen bestimmt werden, das jeweilige Risiko der Bausteine kann in Kasten 5 und die Korrelationen zwischen den Bausteinen (vgl. Schaubild 14) abgelesen werden.

Durch Diversifizierung lässt sich Risiko vermindern.

Folgende Beispiele verdeutlichen, wie das Portfoliorisiko bestimmt wird.

Beispiel 3: Versorger und Gesundheit

Im Portfolio befinden sich zum Beispiel die Branchen Versorger zu 70 % und Gesundheit zu 30 %. Dann beträgt das Portfoliorisiko 16,4 %. Unter Hinzuziehung der Korrelationen der beiden Branchen (0,69) lässt sich das Portfoliorisiko wie folgt errechnen:

$$\sqrt{0{,}7 \times 0{,}7 \times 17{,}3\% \times 17{,}3\% \times 1 + 0{,}7 \times 0{,}3 \times 17{,}3\% \times 18{,}6\% \times 0{,}68\% + 0{,}7 \times 0{,}3 \times 17{,}3\% \times 18{,}6\% \times 0{,}69 + 0{,}3 \times 0{,}3 \times 18{,}6\% \times 18{,}6\% \times 1} = 16{,}4\%$$

Obwohl der Branche Versorger, die ein Risiko von 17,3 % aufwies, die Branche Gesundheit mit dem höheren Risiko von 18,6 % beigemischt ist, reduzierte sich – bedingt durch die nur unvollkommene Korrelation der beiden Branchen – das Portfoliorisiko auf 16,4 %. Trotz des verringerten Risikos konnte die Portfoliorendite gleichzeitig von 7,8 % (100 % Versorger) auf 8,4 % (0,7 x 7,8 % + 0,3 x 9,7 %) gesteigert werden.

Beispiel 4: Grundstoffe und Gesundheit

Die Branchen Grundstoffe und Gesundheit haben mit 0,26 (vgl. Schaubild 14) die geringste Korrelation aufgewiesen, der Risikodiversifikationseffekt sollte daher relativ hoch sein. Besteht das Portfolio zu gleichen Teilen aus diesen beiden Branchen, so ergibt sich ein historisches Portfoliorisiko von 15,9 %.

Berechnung des Portfoliorisikos:

$$\sqrt{0{,}5 \times 0{,}5 \times 21{,}3\% \times 21{,}3\% \times 1 + 0{,}5 \times 0{,}5 \times 21{,}3\% \times 18{,}6\% \times 0{,}26 + 0{,}5 \times 0{,}5 \times 18{,}6\% \times 21{,}3\% \times 0{,}26 \times 0{,}5 \times 0{,}5 \times 18{,}6\% \times 18{,}6\% \times 1} = 15{,}9\%$$

Im Vergleich zum gewichteten Durchschnitt

der Einzelrisiken (20,0%) konnte das Risiko um über 4 Prozentpunkte gesenkt werden. Insgesamt zeigt sich, dass zwischen den Branchen sowohl das Risiko als auch die Korrelationen größere Unterschiede aufwiesen als zwischen den Regionen. Insofern scheint eine Differenzierung nach Branchen größere Risikodiversifikationspotenziale zu versprechen.

Damit sind jetzt alle Zutaten zur Bestimmung von Portfoliorendite und -risiko bekannt und für jedes gewünschte Portfolio können die Rendite-Risiko-Kombinationen berechnet werden.

Das Spiel mit der Gewichtung

Eine Möglichkeit der Anpassung des Aktienportfolios an die persönlichen Rendite-Risiko-Vorstellungen ist die Variation der Gewichtung. In einem Portfolio mit den Branchen Grundstoffe und Gesundheit ergeben sich für unterschiedliche Gewichtungen verschiedene Rendite-Risiko-Profile, die zwischen den Extremen eines reinen Grundstoffe- bzw. Gesundheitsportfolios liegen (vgl. Schaubild 10). Das Minimum-Varianz-Portfolio, also das Portfolio mit dem geringsten Risiko, liegt bei der Kombination von 70% Grundstoffe und 30% Gesundheit vor. Im Schaubild ist gut erkennbar, dass es mit dieser Mischung gelingt, im Vergleich zu einem Portfolio mit 100% Grundstoffe Risiko wegzudiversifizieren. Das Minimum-Varianz-Portfolio hat trotz des geringeren Risikos eine höhere Rendite. Damit sind Portfoliomischungen beider Branchen mit mehr als 70% Grundstoffe ineffizient.

Vom möglichen zum optimalen Portfolio

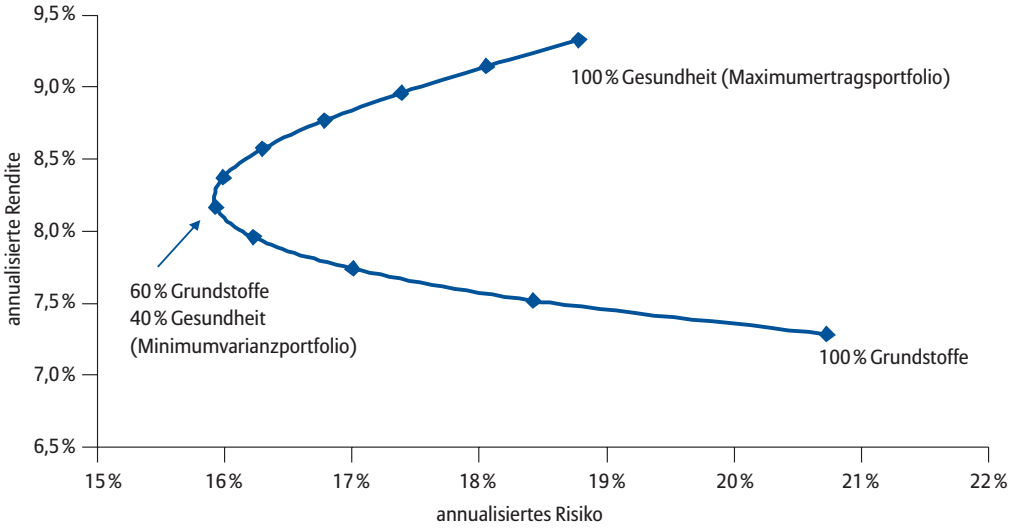
Die Variation der Gewichtung allein führt aber noch nicht zum optimalen Portfolio. Die verschiedenen Bausteine müssen so kombiniert werden, dass effiziente Portfolios erreicht werden. Aus der Menge der effizienten Portfolios wird das Portfolio ausgewählt, das optimal auf das individuelle Rendite-Risiko-Profil passt. Dabei muss immer wieder dieselbe Frage beantwortet werden:

Wie kann ein vorhandenes Portfolio so diversifiziert werden, dass bei gleichem Risiko die Rendite steigt, bei gleicher Rendite das Risiko sinkt oder die Rendite steigt und das Risiko fällt.

Wer sich die Region Welt als Basisinvestment ins Portfolio gelegt hat, hat schon eine breite Diversifikation erreicht und erntete

Über die Variation der Gewichtung lassen sich Rendite und Risiko des Portfolios ändern.

Schaubild 10: Rendite-Risiko-Kombinationen der MSCI-Branchen Grundstoffe und Gesundheit bei Variation der Gewichtungen



Quelle: Datastream, Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

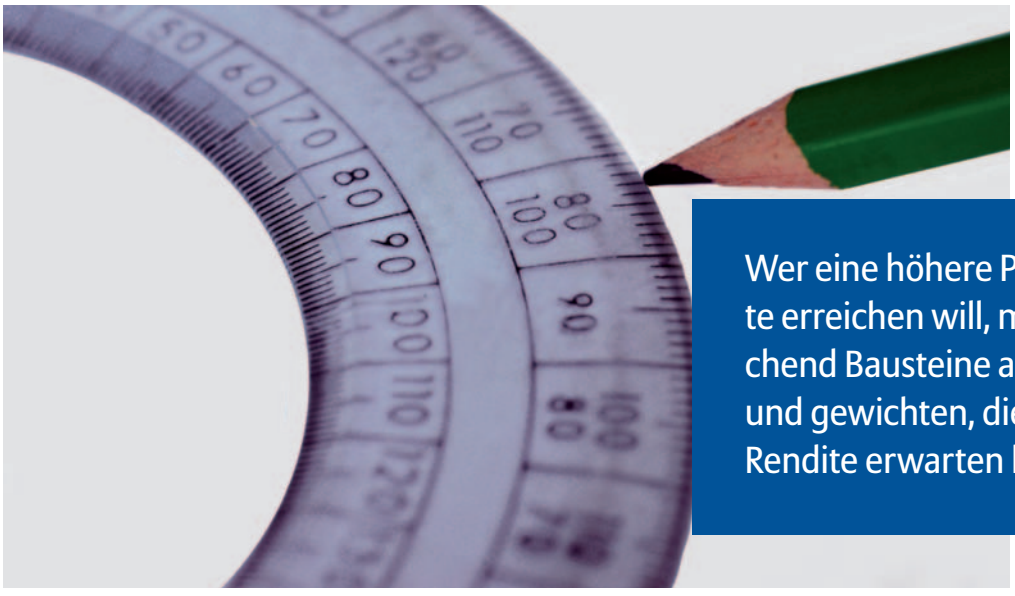
Über die Variation der Gewichtung lassen sich Rendite und Risiko des Portfolios ändern.

eine Rendite von 6,1 % bei einem Risiko von 19,1 % (vgl. Kasten 5). Wem das Risiko noch zu hoch ist, der kann durch Hinzunahme eines weiteren Bausteins mit ähnlicher Renditeerwartung das Risiko weiter wegdiversifizieren. Vorausgesetzt, dass die Korrelation zwischen dem Baustein und der Region Welt gering ist. Die Branche Grundstoffe könnte auf den ersten Blick als Beimischung in Frage kommen. Diese Branche hatte eine Rendite von 7,9 % und ein Risiko von 21,3 %. Der Korrelationskoeffizient zwischen der Region Welt und der Branche Grundstoffe beträgt 0,67 (vgl. Schaubild 14). Bei einer Gewichtung von 70 % Welt und bei 30 % Grundstoffe ergibt sich eine Portfoliorendite von 6,6 % und ein Portfoliorisiko von 18,3 %. Damit ist die Rendite um 0,5 % gestiegen und das Risiko um 0,8 Prozentpunkte geringer. Das neue Portfolio ist dem reinen Weltportfolio überlegen. Zur Steigerung der Rendite bei höchstens gleichem Risiko eignet sich ein weiterer Baustein, dessen Rendite höher ist und dessen Risiko nicht übermäßig größer ist als bei der Region Welt. Die Korrelation zwischen diesem Baustein und der Region Welt sollte so gering sein, dass das höhere Risiko des neuen Bausteins (über)kompensiert wird und das Portfoliorisiko damit insgesamt gleich bleibt oder sinkt. Geeignet scheint die Beimischung der Branche Gesundheit zu sein, denn sie führt zu einer Erhöhung der Portfoliorendite. Trotzdem ist das Portfoliorisiko im Vergleich zum Risiko des reinen Weltportfolios geringer: Bei einer Gewichtung der Region Welt mit 60 %, Gesundheit mit 30 % und Grundstoffe mit 10 % ergibt sich eine Portfoliorendite von 7,4 % und ein Risiko von 17,4 % (vgl. Schaubild 15). Generell gilt: Wer eine höhere Portfoliorendite erreichen will, muss entsprechend Bausteine auswählen und gewichten, die eine höhere Rendite erwarten lassen. Wer sein Portfoliorisiko reduzieren will, kann dies auf zwei Wegen erreichen:

- Durch die Beimischung von Bausteinen, die ein relativ geringes Risiko aufweisen und

- durch Kombinationen von Bausteinen, die relativ gering miteinander korreliert sind.

Mit Hilfe von Kasten 5 und des Schaubildes 14 ist es möglich, sich anhand der Daten der Vergangenheit ein Portfolio zusammenzubauen, das den eigenen Rendite-Risiko-Vorstellungen zumindest annäherungsweise entspricht. Auch ohne genaue Berechnung des Portfoliorisikos lassen sich aus der Höhe der Korrelationskoeffizienten der Bausteine die Risikodiversifikationspotenziale verschiedener Bausteinkombinationen abschätzen. Damit weicht die Qual der Wahl bei der Assetauswahl einem an den individuellen Bedürfnissen ausgerichteten systematischen Auswahlprozess, der zu einem zumindest annähernd optimalen Portfolio führt.



Wer eine höhere Portfoliorendite erreichen will, muss entsprechend Bausteine auswählen und gewichten, die eine höhere Rendite erwarten lassen.

Branchen- oder Länderallokation? Think global, invest global

Die Welt ist ein Dorf: Der Kaffee, Lieblingsgetränk der Deutschen, aus Lateinamerika, Speicherchips für den PC aus Südostasien, Jeans made in USA. Keine Frage, die Globalisierung ist tagtäglich spürbar.

Welche Bedeutung hat die Globalisierung für die Kapitalmärkte? Was sind dort Trends? Welche Auswirkungen haben diese Trends für die Anleger und wie kann man davon profitieren? Und was hat die Entscheidung über die Branchen- oder Länderallokation damit zu tun? Kann das Wissen um veränderte Korrelationen einen Zusatznutzen? Fragen über Fragen, denen Schritt für Schritt im ersten Teil nachgegangen wird. Im nächsten Kapitel werden dann die Verhaltensmuster der verschiedenen Märkte untersucht.

Länder und Branchen im Rückspiegel

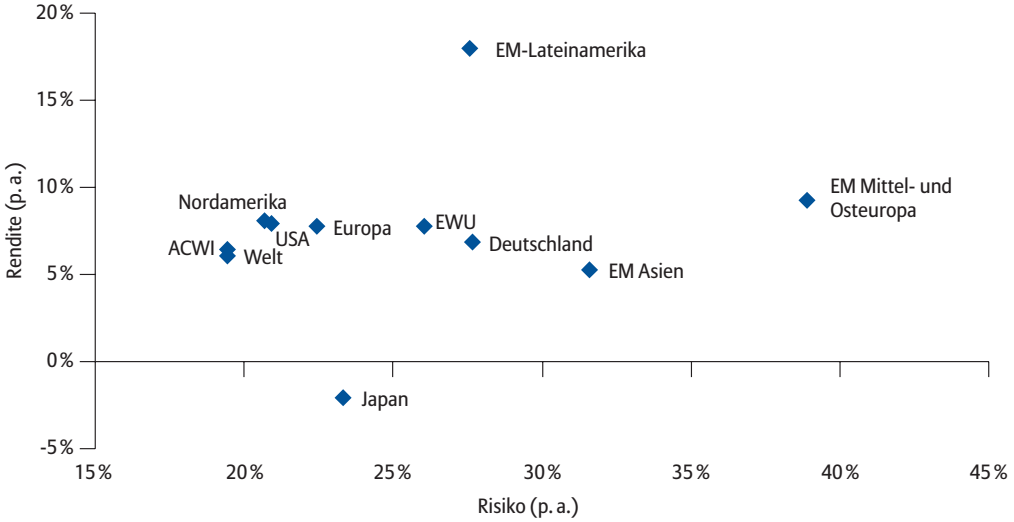
Die Schaubilder 11 und 12 zeigen die mit einem Aktienengagement auf der Länder- oder Branchenebene verbundenen Rendite-Risiko-Kombinationen in der Retrospektive. Hierbei zeigt sich:

- Performancespitzenreiter waren die lateinamerikanischen Emerging Markets mit jährlich 18,0% seit 1995. Sie schlugen die Welt deutlich, die „nur" auf 6,1% kam. Kein Wunder, denn Japan, dass mit -2,1% p. a. eine negative Rendite erzielte, steht für über 10% des MSCI World.

Summa Oeconomica

- Durch die Globalisierung wird die Welt zum „globalen Dorf". Die Güter-, Arbeits- und Finanzmärkte wachsen zusammen.
- Als Folge dieser Entwicklung wachsen die Länder zusammen und driften die Branchen auseinander.
- Durch die Globalisierung schwindet die Erklärungskraft länderspezifischer Faktoren, was sich vor allem an der wachsenden Bedeutung der transnationalen Unternehmen zeigt. Hierdurch sinkt das Diversifikationspotenzial.
- Dafür haben branchenspezifische Faktoren an Bedeutung gewonnen. Dies erhöht die Chance, über den Branchenansatz die Vorzüge der Diversifikation zu nutzen.
- Da zu erwarten ist, dass dieser Trend auch zukünftig anhält, kann das Portfolio unter Rendite-Risiko-Gesichtspunkten über die Branchenallokation besser als über den Länderansatz optimiert werden.

Schaubild 11: Rendite-Risiko-Kombinationen für verschiedene MSCI-Länder- und Regionenindizes in Euro (jeweils in % p. a.)



Viele entwickelten Märkte bilden einen konvergenten Kern.

Quelle: Datastream, Zeitraum 1/1995 – 12/2009 ; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

- Am Ende der Renditeskala befinden sich neben Japan auch noch die Emerging Markets aus Asien (5,2 % p. a.).

- Der Renditeunterschied zwischen „Top" und „Flop" beträgt seit 1995 also etwa 20 Prozentpunkte. Wer sich vor Augen hält, welche Unterschiede im Endvermögen auch bei kleinen Renditeunterschieden zustande kommen, kann sich ausmalen, wie üppig oder karg das Frühstück bei solch großen Unterschieden ausfällt.

- Aber nicht nur beim Ertrag zeigen sich große Differenzen. Auch die eingegangenen Risiken weichen stark voneinander ab. Das geringste Risiko – gemessen an der Standardabweichung – hatte der MSCI Welt mit 19,1% p. a. Demgegenüber betrug das Risiko von Mittel- und Osteuropa 38,9%.

- Es fällt auf, dass es eine Gruppe von Indizes gibt, die einen konvergenten Kern bilden. Hierzu zählen vornehmlich entwickelte Märkte wie die USA und europäische Länder. Diese Märkte befinden sich hinsichtlich der Rendite-Risiko-Profile in einer engen Bandbreite.

- Auch auf Branchenebene zeigt sich ein heterogeneres Bild. Die Rendite-Risiko-Profile schwanken sehr stark. Zwischen dem Sektor Energie, mit 12,3 % p. a. bester Performer, und zyklischer Konsum, mit 4,5 % schlechtester Performer, liegt eine Renditedifferenz von etwas unter 8 Prozentpunkten.

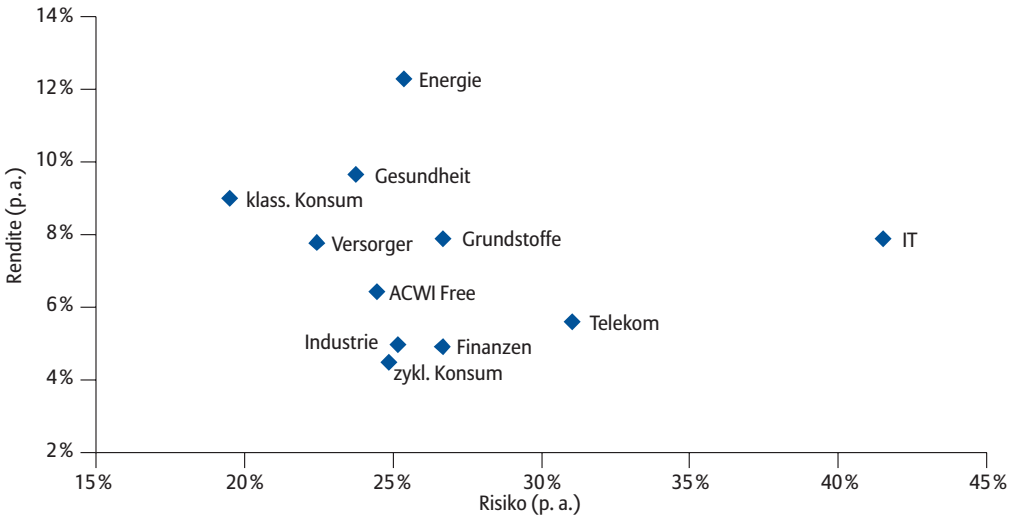
- Bei den Risikokennziffern sind die Unterschiede noch größer. So lag die Schwankungsbreite bei Klassischen Konsumgütern bei 14,5 % und beim Sektor IT bei 35,7 %. Ein Unterschied von 21 Prozentpunkten (vgl. Kasten 5).

- Bei den Rendite-Risiko-Profilen sind die Unterschiede zwischen den Branchen also größer als bei den Ländern.

Mit Ausnahme einiger Indizes bildet die Mehrzahl der Aktienmärkte der Industriestaaten einen konvergenten Kreis, sie bewegen sich also im Gleichschritt. Die Länder wachsen zusammen. Anders die Branchenindizes: Hier ist kein konvergenter Kreis zu erkennen. Die Unterschiede sind groß, sie driften auseinander.

- Ist dies auf die Globalisierung zurückzuführen?
- Hält der Trend an?

Schaubild 12: Rendite-Risiko-Kombinationen für verschiedene Branchen nach der MSCI-Systematik in Euro



Die Branchenindizes zeigen ein heterogeneres Bild.

Quelle: Datastream, Zeitraum 1/1995 – 12/2009 ; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Globalisierung (I) Länder wachsen zusammen

„Globalisierung" bezeichnet einen Prozess, in dem sich Güter-, Arbeits- und Finanzmärkte über politische Grenzen hinweg zunehmend miteinander verzahnen. Was steht volkswirtschaftlich hinter dem Begriff „Globalisierung"?

- Auf der makroökonomischen Ebene ist der Prozess der Globalisierung komplex. Die die Konjunktur beeinflussenden Faktoren sind vielfältiger Natur und es existiert kein alleiniges Erklärungsmuster für den Konjunkturzyklus. Dennoch lassen sich realwirtschaftliche Merkmale der Globalisierung identifizieren: Zunehmende Handelsverflechtung (abzulesen am Wachstum der Handelsströme), Angleichung der Konjunkturzyklen und damit einhergehend eine gestiegene Konvergenz vieler Indikatoren (Inflation, Zinsen usw.).

- Viele Märkte wurden dereguliert, was den Wettbewerb zunehmend von der nationalen auf die globale Ebene verlagert.

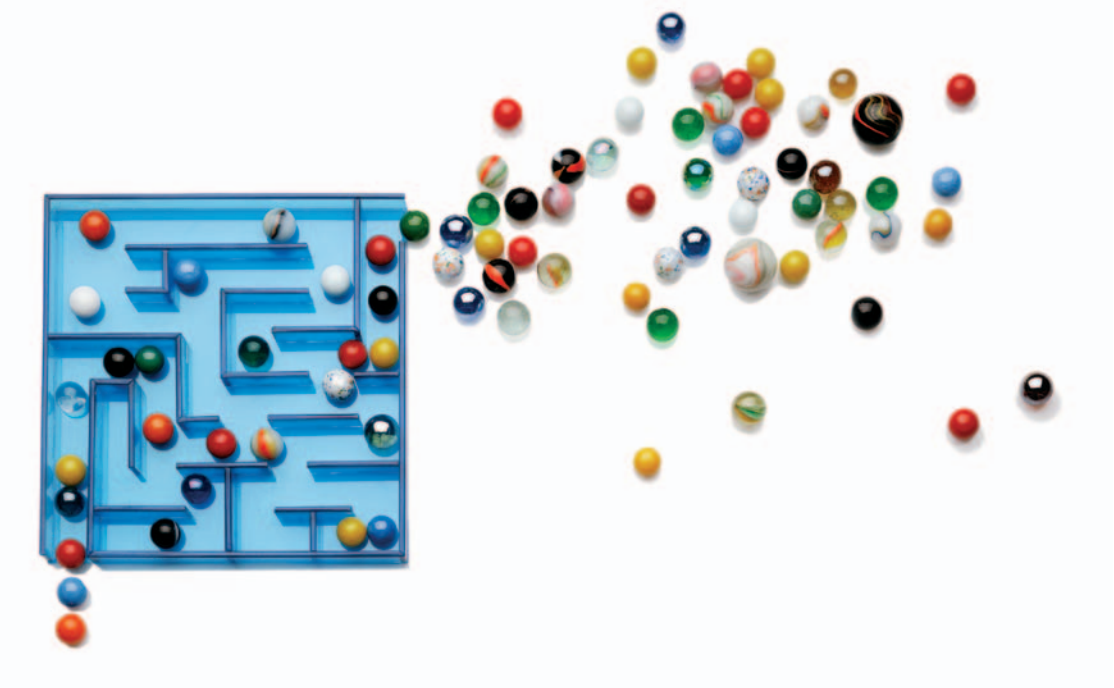
- In vielen Ländern wurde der Kapital- und Devisenverkehr vollständig liberalisiert. Im Vergleich zu den Gütermärkten ist die globale Verzahnung der Kapital- und Devisenmärkte bereits weit fortgeschritten. Die grenzüberschreitende Mobilität des Kapitals hat den Wettbewerb zwischen den Finanzzentren erhöht, was sich positiv auf die Unternehmensfinanzierung und Kapitalanlage auswirkt.

- Neben der hohen Kapitalmobilität hat sich in den meisten Ländern eine stabilitätsorientierte Geldpolitik durchgesetzt, die über geringere Inflationserwartungen zu tendenziell niedrigeren Nominal- und Realzinsen führt. Ferner ist auch die Fiskalpolitik stärker auf die Konsolidierung der Staatsfinanzen ausgerichtet.

- Besonders synchron ticken die Uhren an den Finanzmärkten innerhalb der EWU. Kein Wunder angesichts der gemeinsamen Geldpolitik, der Vereinbarung über die Konsolidierung der Staatshaushalte und des nicht mehr bestehenden Wechselkursrisikos.

Transnationale Unternehmen: die Welt als „globales Dorf"

Nirgendwo zeigen sich die Auswirkungen der Globalisierung so deutlich wie bei der Betrachtung der weltweit operierenden Unternehmen (TNC, Transnational Corporations). Anfang der Achtzigerjahre bewegte sich Beteiligungskapital in sehr bescheiden-



denem Umfang um den Globus. Dies änderte sich aber besonders in den Neunzigerjahren beträchtlich. Nach Angaben der United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) operierten Ende 2008 ca. 82.000 Unternehmen weltweit über nationale Grenzen hinweg. Ihre mehr als 810.000 Niederlassungen im Ausland beschäftigten rund 77 Millionen Angestellte. Das entspricht der doppelten Zahl der gesamten Erwerbstätigen in Deutschland. Hierbei sind es nicht nur Großkonzerne, die das Bild dominieren: Laut UNCTAD entfallen auf die 100 größten transnationalen Unternehmen außerhalb des Finanzsektors nur etwa 9% der Auslandsaktiva, 16% der Umsätze und 11% der Beschäftigten. Damit erwirtschaften die 100 größten transnationalen Unternehmen etwa 4% des weltweiten Bruttoinlandprodukts. Demnach engagieren sich also auch viele mittelständische Unternehmen international.

Der Transnationality Index (TNI) misst den Grad der Internationalisierung eines Unternehmens

Schaubild 13 zeigt eine Aufstellung der größten transnationalen Unternehmen außerhalb des Finanzsektors für das Jahr 2008, geordnet nach dem Transnationality Index (TNI). Dieser bildet den Durchschnitt der Quotienten Auslandsaktiva/Aktiva, Auslandsumsätze/Umsätze und Beschäftigte

Realwirtschaftliche Konvergenz: Gleichlauf vieler Indikatoren.

Schaubild 13: Weltweit größte transnationale Unternehmen außerhalb des Finanzsektors .

Rang	Unternehmen	Herkunft	Branche	Assets (Mio. US$)		
				Ausland	Gesamt	in %
1	Xstrata	Großbritannien	Bergbau	52227	55314	94,4%
2	ArcelorMittal	Luxemburg	Metall und Metallprodukte	127127	133088	95,5%
3	AkzoNobel	Niederlande	Pharma	23102	26074	88,6%
4	WPP Group	Großbritannien	Diverse	31567	35661	88,5%
5	Pernod Ricard	Frankreich	Nahrungsmittel und Getränke	24609	27132	90,7%
6	Vodaphone	Großbritanien	Telekommunikation	204920	222593	92,1%
7	Nokia	Finland	Telekommunikation	50006	55090	90,8%
8	Linde	Deutschland	Chemie	29847	33158	90,0%
9	Anglo American	Großbritannien	Bergbau	44413	49738	89,3%
10	Inbev	Niederlande	Nahrungsmittel und Getränke	106247	113170	93,9%

Die Unternehmen sind nach dem sogenannten Transnationality Index (TNI) sortiert. Dieser wird als Durchschnitt der drei Quotienten (Aktiva, Umsätze und Beschäftigte) gebildet. Werte für das Jahr 2008.

im Ausland/Beschäftigte. Gemessen am Grad der Internationalisierung ist das britische Unternehmen Xstrata das größte transnationale Unternehmen. Mit einem Indexwert von 93,2 % kann man sagen, dass Großbritannien lediglich die Heimatbasis ist, das Unternehmen aber global aufgestellt ist. Daher gilt für diese Konzerne:

„Think global and act global"

Die in den letzten Jahren dramatisch veränderten internationalen Strukturen haben das strategische Umfeld für die Unternehmen signifikant verwandelt. Durch die enger gewordene Verzahnung der Märkte haben sich die Möglichkeiten für die Unternehmen, durch eine globale Ausrichtung ertragreicher zu wirtschaften, sprunghaft erhöht. Die globale Ausrichtung ermöglicht, regionale Stärken und Spezifika zu nutzen:

- Beschaffung von Inputfaktoren, wo sie am preisgünstigsten sind,
- Aufbau von Produktionskapazitäten an Standorten mit dem besten Preis-Leistungs-Verhältnis,
- Ausnutzung unterschiedlicher Steuer- und Rechtssysteme.

Globalisierung (II) Branchen driften auseinander

Aufgrund der veränderten Strukturen sind die Unternehmen immer weniger von länderspezifischen Faktoren abhängig. Die zehn in Schaubild 13 aufgeführten Unternehmen erzielen ausschließlich mehr als 80 % ihres Umsatzes außerhalb ihres Heimatmarktes. Bei dem Stahlproduzenten ArcelorMittal sind es sogar 100 %. Daraus folgt, dass sich diese Konzerne weitestgehend unabhängig von ihrem Heimatland entwickeln und viel mehr dem Kursverlauf anderer Titel aus derselben Branche folgen. Die gestiegene Unabhängigkeit der Unternehmen von nationalen Einflüssen bestätigen auch verschiedene Studien. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass die nationale Erklärungskraft der Aktienrenditen aufgrund der seit Mitte der Neunzigerjahre wirkenden Effekte der Globalisierung deutlich zurückgegangen ist. Im Gegenzug gewinnen Branchenfaktoren länder- bzw. regionenübergreifend an Einfluss auf die Aktienkurse. Trendverstärkend wirkt zudem der stärkere Fokus der institutionellen Investoren sowohl beim Research als auch bei der Asset Allocation auf Branchen. Dies zeigt sich besonders deutlich an der spürbar gewachsenen Anzahl von Analystenteams, die sich mit Branchen beschäftigen.

Umsätze (Mio. US$)			Beschäftigte			TNI
Ausland	Gesamt	in %	Ausland	Gesamt	in %	
25215	27952	90,2%	37883	39940	94,8%	93,2%
124936	124936	100,0%	248704	315867	78,7%	91,4%
19474	21454	90,8%	55000	60000	91,7%	90,3%
9508	10899	87,2%	88467	97438	90,8%	88,9%
8917	9711	91,8%	14800	17625	84,0%	88,8%
51975	59792	86,9%	68747	79097	86,9%	88,6%
70074	70578	99,3%	94916	125829	75,4%	88,5%
15766	17624	89,5%	44277	51908	85,3%	88,3%
21766	26311	82,7%	95000	105000	90,5%	87,5%
17933	22411	80,0%	104356	119874	87,1%	87,0%

Größeres Diversifikationspotenzial durch Branchenallokation.

Gretchenfrage: Was heißt das für die Asset Allocation?

Im Hinblick auf die Finanzmärkte lassen sich zwei Globalisierungseffekte unterscheiden: Zum einen hat sich in den letzten zwei Dekaden die Zahl der Anlagemöglichkeiten deutlich erhöht - und somit auch die Chance zu diversifizieren. Zum anderen bewegen sich die Börsen aber zunehmend im Gleichschritt, was der obigen Entwicklung entgegenläuft. Die Länder wachsen also zusammen, die Branchen driften aber auseinander. Was bleibt unterm Strich und was heißt das für die Asset Allocation? Der Gleichlauf der Märkte hat die Möglichkeit eingeschränkt, durch Diversifikation das Portfoliorisiko zu mindern.

Ein aktives Über- oder Untergewichten von Ländern in einem Portfolio hat sichtbar an Attraktivität verloren. Was nun? Kann über die Diversifikation kein Risiko mehr reduziert werden? Jetzt hilft der Blick auf die Branchen weiter. Aufgrund des geringeren Gleichlaufs bietet sich hier die Möglichkeit, über die Streuung das Portfoliorisiko zu verringern. Folgt daraus: Raus aus Ländern, rein in Branchen? Ganz so einfach ist es natürlich nicht. Die Allokation nach Branchen bietet zwar das größere Diversifikationspotenzial und gleichzeitig sind die Aussichten, den Markt zu schlagen, über den Branchenansatz größer, letztlich ist es aber von der Risikoeinstellung abhängig, ob bei einem gegebenen erwarteten Ertrag das Risiko minimiert oder bei einem gegebenen Risiko der erwartete Ertrag maximiert werden soll. Bei dieser Entscheidung sind Branchen gegenüber Ländern die besseren Stellschrauben.

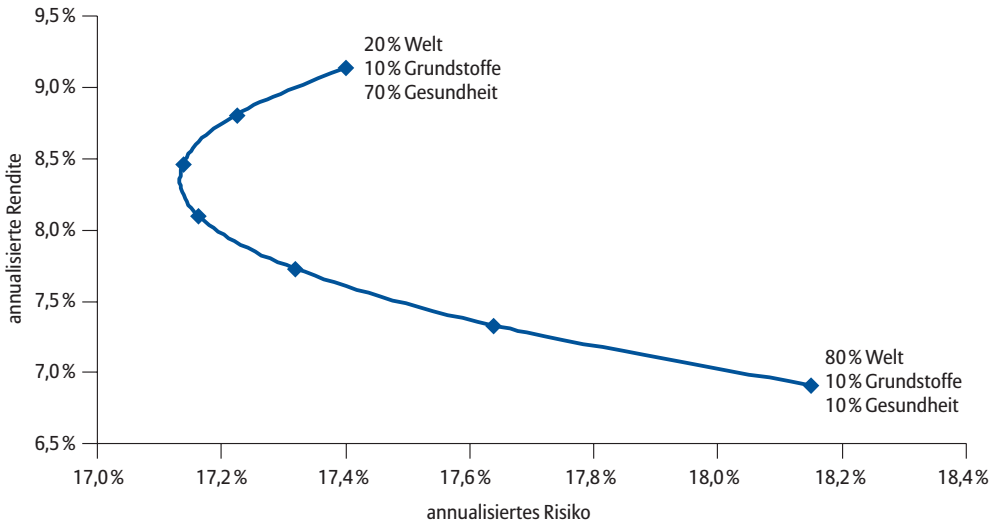
Aufgrund des gestiegenen Gleichlaufs der Länderindizes hat ein aktives Über- oder Untergewichten von Ländern an Attraktivität eingebüßt.

Schaubild 14: Korrelationen zwischen Branchen und Regionen des MSCI World

	Grundstoffe	Industrie	Zykl. Konsum	Klass. Konsum	Gesundheit	Finanzen	IT	Telekom	Versorger	Welt	Nordamerika	Europa	Pazifik
Energie	0,75	0,84	0,69	0,63	0,58	0,76	0,53	0,53	0,77	0,79	0,72	0,77	0,70
Grundstoffe	1	0,84	0,68	0,52	0,26	0,70	0,41	0,42	0,63	0,67	0,56	0,57	0,80
Industrie		1	0,89	0,63	0,59	0,90	0,67	0,67	0,83	0,91	0,82	0,84	0,86
Zykl. Konsum			1	0,63	0,69	0,89	0,82	0,82	0,72	0,96	0,93	0,90	0,77
Klass. Konsum				1	0,83	0,77	0,27	0,42	0,74	0,68	0,71	0,70	0,34
Gesundheit					1	0,77	0,52	0,58	0,68	0,76	0,82	0,80	0,30
Finanzen						1	0,59	0,60	0,83	0,90	0,85	0,88	0,71
IT							1	0,88	0,43	0,84	0,83	0,77	0,61
Telekom								1	0,62	0,85	0,87	0,81	0,55
Versorger									1	0,80	0,74	0,81	0,58
Welt										1	0,97	0,96	0,76
Nordamerika											1	0,92	0,61
Europa												1	0,64
Pazifik													1

Quelle: Datastream, Zeitraum: 12/98–12/09; Darstellung: Allianz Global Investments Kapitalmarktanalyse

Schaubild 15: Rendite-Risiko-Kombinationen der Region Welt mit den Branchen Grundstoffe und Gesundheit bei Variation der Gewichtung



Quelle: Datastream, Darstellung: Allianz Global Investments Kapitalmarktanalyse

Investor's Corner

Gespart werden kann direkt mit Aktien- und/oder Rentenfonds. Beispielhaft seien hier folgende Fonds genannt:

Aktienfonds:

Allianz RCM Vermögensbildung Europa – EUR
(ISIN DE0008481813, TER 1,48 %)

Industria – A – EUR
(ISIN DE0008475021, TER 1,47 %)

Allianz RCM Vermögensbildung Global – A – EUR
(ISIN DE0008481847, TER 1,48 %)

Rentenfonds:

Allianz-PIMCO Euro Bond Total Return – A – EUR
(ISIN LU0140355917, TER 1,32 %)

Allianz-PIMCO Euro Bond Real Return – A – EUR
(ISIN LU0207533158, TER 1,10 %)

Allianz-PIMCO Europazins – A – EUR
(ISIN DE0008476037, TER 0,85 %)

Allianz-PIMCO RENTENFONDS – A – EUR
(ISIN DE0008471400, TER 0,96 %).

Die Möglichkeit, in einen breit diversifizierten Korb aus Aktien und Anleihen zu investieren, bieten u. a. folgende

Mischfonds:

Allianz-Flexi-Rentenfonds
(ISIN DE0008471921, TER 1,05 %)

Allianz-Flexi Euro Balance – A – EUR
(ISIN DE0009789867, TER 1,10 %)

Allianz-Flexi Euro Dynamik – A – EUR
(ISIN DE0009789834, TER 1,38 %)*

Wer sich für **Zielfonds** interessiert, für den kommen u. a. folgende Fonds in Betracht:

Allianz-Finanzplan 2015 – A – EUR
(ISIN LU0239364028, TER 1,89 %)*

Allianz-Finanzplan 2020 – A – EUR
(ISIN LU0239364531, TER 2,32 %)*

Allianz-Finanzplan 2025 – A – EUR
(ISIN LU0239365264, TER 2,38 %)*

Allianz-Finanzplan 2030 – A – EUR
(ISIN LU0239367716, TER 2,40 %)*

Allianz-Finanzplan 2035 – A – EUR
(ISIN LU0239368102, TER 2,44 %)*

Allianz-Finanzplan 2040 – A – EUR
(ISIN LU0239368953, TER 2,47 %)*

Allianz-Finanzplan 2045 – A – EUR
(ISIN LU0239369506, TER 2,49 %)*

Allianz-Finanzplan 2050 – A – EUR
(ISIN LU0239384059, TER 2,47 %)*

Anlageziel der Allianz-dit-FINANZPLAN-Familie:

Die Fonds zielen darauf ab, bis zu ihrem jeweiligen Zieldatum Kapitalwachstum zu erwirtschaften. Dazu soll das Vermögen zunächst zum Großteil in schwankungsintensive Vermögenswerte investiert werden (auf den Aktienmarkt, Warentermin-/Edelmetall-/Rohstoff-/Hedgefonds- und Private Equity-Indizes bezogene Anlageprodukte sowie Emerging Markets-Werte). Mit näher rückendem Zieldatum soll der Anteil relativ schwankungsarmer Vermögenswerte (auf den Renten-, Geld- und Immobilienmarkt bezogene Anlageprodukte) erhöht werden. Ab dem Zieldatum sollen durch vorwiegende Anlage in relativ schwankungsarmen Vermögenswerten vergleichsweise stabile Erträge erwirtschaftet werden. Die Volatilität (Wertschwankung) der Fondsanteilswerte kann erhöht sein.

Die von uns genannten Fonds können sowohl als Portfoliobeimischung als auch als Basisallokation verstanden werden, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Rendite-Risiko-Profils des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie direkt bei Ihrem Anlageberater oder bei Allianz Global Investors.

* Die Volatilität (Wertschwankung) der Fondsanteilswerte kann erhöht sein.

TER (Total Expense Ratio): Gesamtkosten (ohne Transaktionskosten), die dem Fondsvermögen im letzten Geschäftsjahr belastet wurden.

Kennen Sie schon die anderen Publikationen aus der Werkstatt der Kapitalmarktanalyse?

Viele Publikationen gibt es auch als Podcast: www.allianzgi.de/podcast

Rubrik	Thema	Titel
Analysen & Trends	Megatrend: Demographie	Fokus Demographie Zukunftssicherung: Globaler Trend – Demographie
	Megatrend: Globalisierung 3.0	Der sechste Kondratieff – Wohlstand in langen Wellen Asien im Aufbruch – Gravitationszentrum des 21. Jahrhunderts? Globale Investments in einer globalisierten Welt Welt im Wandel BRIC – Die fantastischen vier?
	Megatrend: knappe Ressourcen	Knappe Ressourcen Investieren in knappe Ressourcen Agrartrends: (Saat-) Gut fürs Depot
	Strategie & Taktik	Ausblick 2010 – Die Zeit ist gekommen Japan: Die vergessene Anlageregion? Fokus: Inflation – Deflation
	Sparen & Zukunftssicherung	Überliste Dich selbst – Richtig investieren mit den Erkenntnissen der „Behavioral Finance“ Sparen – aber richtig!
PortfolioPraxis	Investieren in Aktien und Anleihen	Investieren in Aktien und Anleihen
	Portfoliooptimierung in der Praxis	Portfoliooptimierung in der Praxis
	Bonds mit Kick	Bonds mit Kick
	Akademie	Finanzweisheiten: Weisheit oder Torheit? Aktives Management – verstehen wie die Welt tickt Schwarzer Schwan Wissen: Von Alpha bis Vola Mit Geld richtig umgehen Konjunktur Konjunktur II: Branchen im Zyklus Internet-Guide zur finanziellen Bildung Size Value oder Growth – mehr als nur eine Stilfrage
	Fondskonzepte	Fonds & Zertifikate „CPPI“ – dynamische Wertsicherung

Alle Publikationen und Podcasts der Kapitalmarktanalyse finden Sie unter: www.allianzgi.de/kapitalmarktanalyse

Kapitalmarktanalyse: Geld anlegen – Vermögen aufbauen – Zukunft sichern.

Impressum

Allianz Global Investors
Kapitalanlagegesellschaft mbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main

Kapitalmarktanalyse
Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn),
Stefan Scheurer (st), Richard Wolf (rw)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter
www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarkt-analyse

Für unsere Vertriebspartner wurde dieser Service auf
www.allianzglobalinvestors-partner.de
umfassend erweitert.

Alle Publikationen sind abonnierbar unter
www.allianzglobalinvestors.de/newsletter

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von Thomson Financial Datastream.

Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft. Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unseren bestmöglichen Beurteilungen zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung. Hierbei handelt es sich um eine Werbung gem. § 31 Abs.2 WpHG.

„Kapitalmarktanalyse“ – unser besonderer Service.

Die Arbeiten des Teams Kapitalmarktanalyse werden in den drei Publikationsreihen

- **Kapitalmarktbrief**
- **Analysen & Trends**
- **PortfolioPraxis**

zur Verfügung gestellt.

Mit dem Kapitalmarktbrief verschaffen wir Ihnen jeden ersten Freitag im Monat Einblick in Aktien- und Anleihemärkte sowie Branchen- und Länderkonjunkturen. Nach Rubriken unterteilt, informieren wir Sie über aktuelle Entwicklungen, Tendenzen und Investmentideen.

Die Reihe Analysen & Trends konzentriert sich jeweils auf ein Thema: Wir stellen Ihnen Branchen oder Regionen vor, erläutern die Bewertung einzelner Marktsegmente, gehen auf längerfristige Entwicklungen ein und bieten Ihnen so Hilfen bei der Anlageentscheidung.

In PortfolioPraxis geht es um die Kunst des Vermögensaufbaus und der Vermögensstrukturierung: Baustein für Baustein durchleuchten wir hier Möglichkeiten & Chancen für den optimalen „Mix“ in Ihrem Portfolio, verbunden mit Tipps zur Umsetzung mit den Investmentfonds von Allianz Global Investors.

Die aktuellen Publikationen finden Sie immer direkt auf www.allianzglobalinvestors.de.

TIPP: Alle Publikationen sind direkt per E-Mail abonnierbar: www.allianzglobalinvestors.de/newsletter

Kapitalmarktanalyse goes MP3 & iPod!
Jeder Kapitalmarktbrief ist Monat für Monat als Mp3-File erhältlich. Auch werden immer weitere Publikationen der Reihen „Analysen & Trends“ und „PortfolioPraxis“ als Audio-File zur Verfügung gestellt. Sie sind unter www.allianzgi.de/podcast direkt erhältlich und können z. B. über iTunes als PodCast abonniert werden.

Hans-Jörg Naumer
Leiter Kapitalmarktanalyse, Allianz Global Investors

www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse

Allianz Global Investors
Kapitalanlagegesellschaft mbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main

Bei dieser Publikation handelt es sich um eine Werbung gem. § 31 ABs 2 WpHG.

Stand: März 2010