

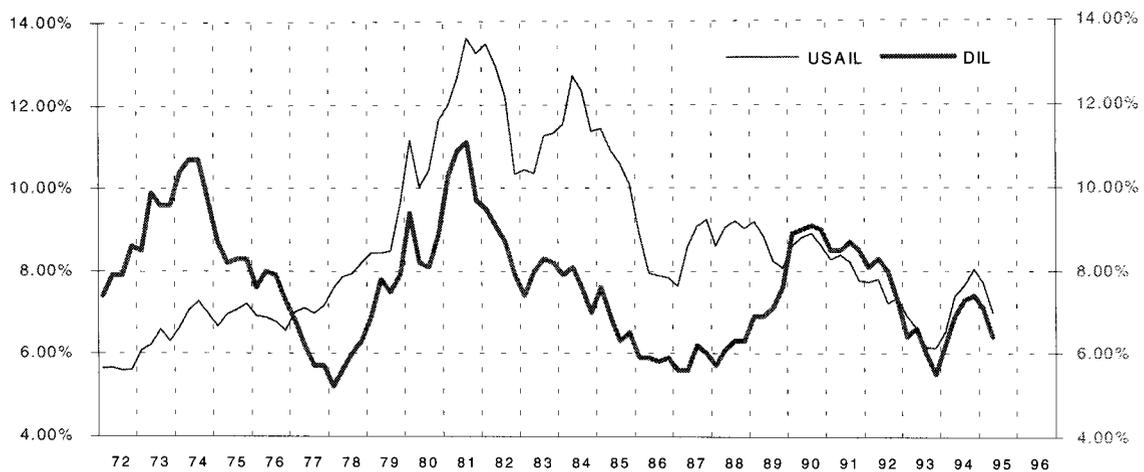
Editorial: Internationale Diversifikation auf dem Prüfstand

Die frühen Arbeiten von Finanzmarkttheoretikern wie MARKOWITZ, SHARPE und anderen aus den 50er Jahren haben eindrücklich die Bedeutung der Diversifikation für eine vernünftige Anlagepolitik vor Augen geführt. Konsequente Weiterentwicklungen dieser Prinzipien führten dann in den späten 60er und den frühen 70er Jahren zu einer Betonung der *internationalen* Diversifikation (als Protagonist gilt hier vor allem Bruno SOLNIK), da eine solche nachgewiesenermaßen die (Volatilitäts-)Risiken eines Anlageportfolios noch weiter reduzieren würde. Natürlich wurden diese Prinzipien vor allem nach dem Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods in den frühen 70er Jahren bedeutsam, da erst mit der „Befreiung“ der Wechselkurse vom „Bretton Woods Korsett“ sich die Korrelationen – zumindest der internationalen Zinsen – spürbar reduzieren konnten. Tiefe Korrelationen, d.h. Märkte, die sich mehr oder weniger unabhängig voneinander bewegen, sind aber das sine qua non der internationalen Diversifikation; zumindest dann, wenn man nicht nur deswegen international diversifiziert, weil man das Gefühl hat man würde dadurch vor allem den Ertrag des Portfolios erhöhen, sondern wenn man an der *Risikoreduktion, d.h. an der Verminderung der Volatilität*, interessiert ist, die normalerweise mit der Diversifikation einhergeht.

Solche Aspekte wurden in unserer Zeitschrift schon verschiedentlich erläutert und teilweise auch

recht rigoros abgeleitet. Die auf der nächsten Seite stehende Grafik, die eine Darstellung der langfristigen Zinsen in Deutschland und den USA über die letzten 20 Jahre enthält, soll nun allerdings ein Gefühl vermitteln, wie sich diese Korrelationen in den letzten zwei Jahrzehnten entwickelt haben. Wir haben die Zinsentwicklungen dieser beiden Länder deswegen gewählt, weil mehr und mehr Investoren nicht nur ihre Aktienportfolios (für welche die entsprechenden Theorien an sich entwickelt wurden) international diversifiziert haben, sondern insbesondere auch ihre Obligationenportfolios. Der Anreiz für diese Strategie war in der Regel der gleiche wie bei den Aktien. Es ging zunächst einmal immer um die Reduktion des (Volatilitäts-)Risikos, die eine Diversifikationsstrategie mit sich brachte – eine Risikoreduktion, die wie bereits erläutert immer darauf basierte, dass die Korrelationen zwischen den Zinsen in unterschiedlichen Ländern relativ gering war. Die Grafik zeigt, dass dieses Argument in den 70er Jahren auch sehr viel für sich hatte. Ganz offensichtlich haben die Zinsen in den USA und in Deutschland (das wir als Indikator für das Zinsumfeld in Europa verwenden) in den 70er Jahren relativ wenig miteinander zu tun – sie weisen mithin eine relativ geringe Korrelation auf. Ein weiterer Blick in die Grafik zeigt aber auch, dass die Sache in den 80er Jahren schon ein wenig anders auszusehen beginnt. Mehr und mehr scheint die Zinsentwicklung in Deutschland die

Abbildung 1: Langfristige Zinsen [Deutschland, USA]



Schwankungen des US-Zinsniveaus zu übernehmen. Und noch einmal ein anderes Bild liefern die 90er Jahre, wo man geradezu von einer Parallelentwicklung sprechen kann. Natürlich muss dies für einen Anleger, der wegen der *Korrelationsargumente* in internationale Obligationen investiert hat, Fragen aufwerfen.

Die Gründe für diesen zunehmenden Gleichlauf der internationalen Zinsentwicklung sind mannigfaltig. Einer der Hauptgründe liegt aber selbstverständlich in der vielzitierten Globalisierung der Märkte; eine Globalisierung, die aber interessanterweise ja gerade deswegen entstanden ist, weil die Märkte sich unterschiedlich bewegt haben – mithin eine tiefe Korrelation aufwiesen. Was haben diese Überlegungen für Konsequenzen? Wenn ein Hauptargument für die internationale Diversifikation darin bestand, dass man Portfoliorisiken reduzieren wollte, andererseits dieser Effekt auf den relativ tiefen Korrelationen der internationalen Zinsentwicklung beruhte, dann sind die Anreize, die zur Diversifikation geführt haben zumindest zu hinterfragen. Wenn die Korrelationen nämlich in der Art und Weise angestiegen sind, wie oben vermutet, bzw. wie die Grafik für die deutschen und die US-Zinsen für die letzten Jahre vermuten lässt, dann erbringt die internationale Diversifika-

tion im Obligationenbereich zwar vielleicht höhere Zinserträge (bzw. Couponzahlungen) für die ausländischen Anlagen, diese werden im Normalfall (d.h. längerfristig) aber durch die Wechselkursveränderungen wieder ausgeglichen. Mit einem international diversifizierten Obligationenportfolio kann es nach den strukturellen Veränderungen der letzten Jahre deswegen heute leicht passieren, dass man nach einer gewissen Zeit feststellt, dass man sich mit einer internationalen Strategie im Obligationenbereich ausser höheren Wechselkursrisiken überhaupt nichts Zusätzliches erkaufte hat. Es würde nicht wundern, wenn einige internationale Anleger, zumindest solche, die in Schweizer Franken denken, sich dieses Gefühl in den letzten Monaten und Jahren nicht ganz verkneifen können.

Diese Überlegungen haben aber durchaus auch noch eine andere Seite. Eine Seite, die eher im Bereich der makroökonomischen Theoriebildung anzusiedeln ist. Es scheint nämlich hier einmal mehr das Phänomen vorzuliegen, dass eine ökonomische Theorie ihre Gültigkeit zu verlieren beginnt, sobald sie von den relevanten Wirtschaftsakteuren verstanden, akzeptiert und in ihre Erwartungen eingebaut wird (die Theorie rationaler Erwartungen bzw. Robert LUCAS' jüngster Nobel-

preis lassen grüssen!). Es wurde oben bereits dargelegt, dass die Argumente für eine internationale Diversifikation ja vor allem auf der Tatsache aufbauten, dass die Märkte sich mehr oder weniger unabhängig voneinander bewegten, also eine tiefe Korrelation aufwiesen, und sich deswegen durch Diversifikation tiefere (Volatilitäts-)Risiken des Gesamtportfeuilles ergaben. Je mehr diese Argumente aber dazu führten, dass tatsächlich vermehrt international diversifiziert wurde, desto abhängiger wurden die Märkte voneinander. Und damit bricht natürlich eines der Hauptargumente der internationalen Diversifikation wieder in sich zusammen. Ähnliche Phänomene haben wir schon an anderer Stelle festgestellt, beispielsweise dort, wo man während Jahren von einer negativen Beziehung zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation gesprochen hatte. Eine Beziehung, die letztlich darauf beruhte, dass Arbeitnehmer bis zu einem gewissen Grad einer Reallohnillusion unterlagen. Sobald dies deutlich gemacht werden konnte, war die Reallohnillusion verschwunden und mit ihr auch der Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation. Wir wollen hier nicht allzu weit in diesen Bereich vorstossen. Immerhin scheint es aber interessant, dass ganz offensichtlich das Lernverhalten der am Wirtschaftsprozess beteiligten Individuen dazu führt, dass neu entstehende Paradigmen in den Wirtschaftswissenschaften auch nicht mehr wie in Stein gehauen zu sein brauchen, und dass neu entstehende Theorien viel mehr als früher die Dynamik des Lernens der Wirtschaftssubjekte (neben der Erwartungsbildung) in die Überlegungen einzubeziehen haben.