

SIGLO Timeout Nr. 119 – Ein Bild sagt mehr als 1'000 Korrelationen

Inhalt

Wer beim Anlegen nicht alle Eier in den gleichen Korb legen will, diversifiziert. Dies gelingt am besten indem man Anlagen kombiniert, die idealerweise voneinander unabhängig sind, weil sie unterschiedlichen Risiken ausgesetzt sind und verschiedene Risikoprämien abschöpfen. Ob dieses Ziel in der Praxis erreicht wird, sollte man messen. Am beliebtesten dafür ist das Mass Korrelation, weil es trivial und intuitiv ist. Leider erfasst es aber relevante Zusammenhänge und Beziehungen nicht genügend, wie Scatterplot-Diagramme mit Monatsrenditen darlegen. Mehr Verständnis für fundamentale Diversifikation und weniger Vertrauen in rein korrelationsbasierte Optimierungen wären für die Bildung attraktiver Anlageportfolios in Zukunft wünschenswert.

Ausgangslage

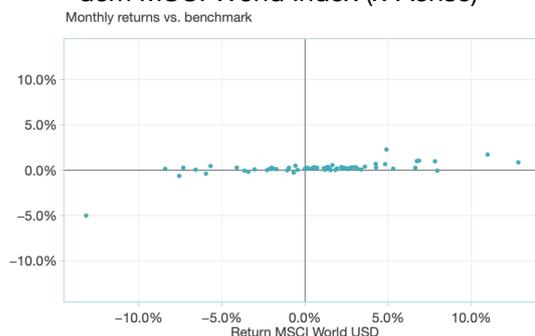
Die Korrelation ist ein statistisches Mass. Sie misst lineare Zusammenhänge, bspw. ob in zwei Zeitreihen die einzelnen Abweichungen vom Mittelwert zur gleichen Zeit und in die gleiche Richtung erfolgen. Konkret, ob die Renditen von zwei Anlagen in den gleichen Perioden (meistens in Monaten) negativ oder positiv ausfallen. Tun sie's, ergibt sich ein hoher Korrelationswert (nahe 1). Besteht kein linearer Zusammenhang, ergeben sich Werte um 0. Bewegen sich Beobachtung sogar in die entgegengesetzte Richtung, ergeben sich negative Korrelationswerte bis zu -1.

Korrelation sagt nichts über Kausalität aus. Sie misst bloss den linearen Zusammenhang von Werten und nicht, ob nachvollziehbare Beziehungen von Ursache und Wirkung vorliegen, die sich auch in Zukunft identisch manifestieren. Korrelation verpasst zudem das Ausmass der Abweichungen einzelner Beobachtungen von ihren Mittelwerten. Dass das nicht einfach vernachlässigbar ist, zeigen wir nun mit zwei Scatterplot-Diagrammen.

Scatterplots

In unseren Scatterplots bilden wir monatliche Renditen ab; für Aktien (MSCI World Index auf der x-Achse) und für zwei JPM CLO-Indizes für verschiedene Rating-Segmente, oben das AAA-Segment und unten das B-Segment (y-Achsen). Die Tabellen listen dann die Korrelationen der beiden JPM CLOIE Indizes mit anderen Anlageklassen ab, d.h. mit Aktien, Staatsanleihen (WGBI Index) und mit HY-Anleihen (Barclays HY-Index) auf.

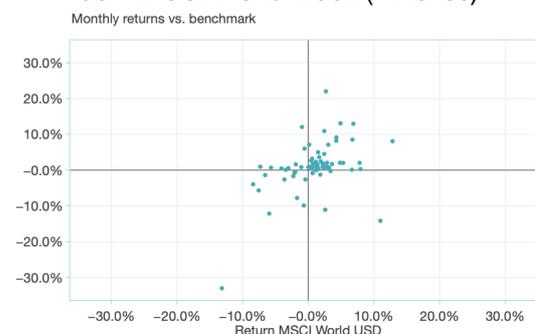
Scatterplot monatlicher Renditen ab 2015 im JPM CLOIE AAA Index (y-Achse) gegenüber dem MSCI World Index (x-Achse)



Korrelationen des JPM CLOIE AAA Index

Correlation	All
MSCI World USD	0.62
FTSE FI WGBI hedged in USD	-0.02
Barclays Global Agg HY Corp TR Index USD	0.85

Scatterplot monatlicher Renditen ab 2015 im JPM CLOIE B Index (y-Achse) gegenüber dem MSCI World Index (x-Achse)



Korrelationen des JPM CLOIE B Index

Correlation	All
MSCI World USD	0.46
FTSE FI WGBI hedged in USD	-0.21
Barclays Global Agg HY Corp TR Index USD	0.63

Ein Bild sagt mehr als 1'000 Worte

- Jeder Punkt in den zwei Charts zeigt die Rendite eines bestimmten Monats für Aktien und für die CLO-Indizes.
- Der Zusammenhang zwischen Aktien und dem JPM CLOIE Index für CLOs mit Rating B ist graphisch gesehen viel stärker als jener von Aktien mit AAA-CLOs, obwohl die Korrelation in der Beobachtungszeit für die B-Tranchen tiefer ausfällt als für die AAA-Tranchen.
- AAA-CLOs liefern stabile Renditen in fast allen Monaten. Ausnahme war der März 2020, wobei der Rückschlag von rund 5% deutlich geringer ausfällt als für die Aktien.
- B-CLOs haben ein höheres Renditepotenzial aber auch viel höhere Verlustrisiken als AAA-CLOs, was uns nicht erstaunt und ökonomisch bestens nachvollziehbar ist.
- Die Aussagekraft von Korrelationen sind daher für uns äusserst limitiert.

Wir können und wollen keine Aussage dazu machen, welche CLO-Tranchen besser sind, weil dies nur im spezifischen Kontext von Kunden möglich ist. Wer höhere Risiken eingehen möchte, um höhere Renditen abzuschöpfen, wird B-Tranchen vorziehen. Wer Stabilität sucht, weil er evtl. schon genug Aktien- oder Kreditrisiken im Portfolio hat, sollte eher AAA-Tranchen ins Auge fassen. Wer alle CLOs über die gleiche Leiste schlägt und unabhängig von den Ratings beurteilt, verkennt die Heterogenität der Anlageklasse und die vorhandene Wahlfreiheit für Anleger in Bezug auf ihren Rendite-Risiko-Appetit.

SIGLO Capital Advisors AG

berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,

liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,

bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

Uns ist auch klar, dass Ratings nicht perfekt sind, aber im Fall der CLOs ist der bisherige Zusammenhang zwischen den Ratings und eingetretenen Ausfallraten bzw. Loss Rates empirisch validiert und verifiziert. Unter den AAA-Tranchen gab es noch nie einen Ausfall und Buy-and-Hold-Investoren haben damit noch nie Geld verloren. Heftige Verluste waren immer nur das Ergebnis von Zwangsverkäufen in Krisensituationen. Anders sieht es bei den B-Tranchen aus, da einige wenige solcher CLO-Tranchen effektiv schon wertlos ausgebucht werden mussten.

Fazit

Korrelationen sind elegante und sinnvolle Masszahlen, solange man sie versteht und richtig interpretiert. Selbstverständlich sind sie aber nicht in der Lage, ein komplettes Bild für die Zusammenhänge zwischen Renditen von sehr verschiedenen Anlageklassen zu zeichnen. Das war auch nie ihr Anspruch. Daher ist es für uns nicht nachvollziehbar, wenn man bestimmte, vor allem alternative Anlageklassen in der strategischen Allokation per se ausschliesst oder schlecht redet, nur weil die Korrelationen mit anderen Anlagen nicht den Erwartungen entsprechen. Im Übrigen dürfen Anlageklassen ja durchaus eine positive Korrelation aufweisen, vor allem dann, wenn zwei unterschiedliche Anlagen in den gleichen Zeitpunkten gut rentieren. Dies ist noch lange kein Beweis, dass die Anlagen die gleichen Risikoprämien abschöpfen oder sonst irgendwie redundant wären. Wichtiger ist für uns, ob Verluste zur gleichen Zeit auftreten und wie hoch diese ausfallen können. Genau dafür drängen sich Scatterplots auf.

