

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Strategische Allokation in Zeiten tiefer Renditen: Besteht Handlungsbedarf?

In den letzten Tagen und Wochen konnte gut beobachtet werden, was passiert, wenn die Renditen lang laufender Anleihen von einem sehr niedrigen Renditeniveau ausgehend ansteigen. Beispielsweise ist die Rendite von Bundesanleihen mit einer zehnjährigen Restlaufzeit aktuell im Monatsvergleich um 33 Basispunkte angestiegen; damit einhergehend betrug der Rückgang in der Wertentwicklung (Kurs plus anteiliger Coupon) über 2%. Zu einem Zeitpunkt mit deutlich höheren Renditen hätte ein solcher Renditeanstieg nicht so stark geschmerzt. Beispielsweise führte im Jahr 1995 zu einem Zeitpunkt, in dem die Renditen von zehnjährigen deutschen Staatsanleihen bei über 7% lagen, ein vergleichbarer Renditeanstieg von 27 Basispunkten zu einem Rückgang in der Wertentwicklung von nur 1,5%.

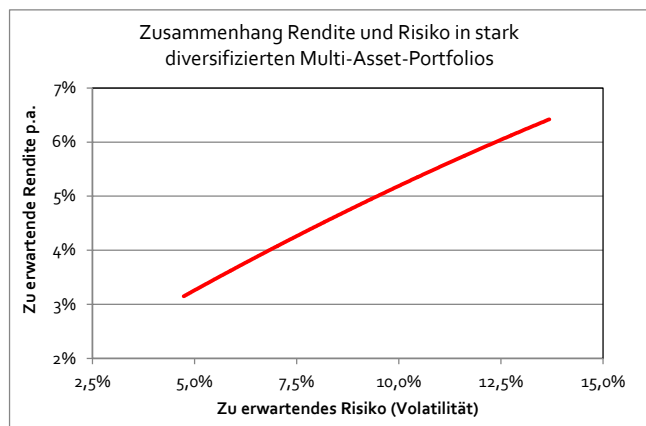
Der Unterschied von damals zu heute mag sich auf den ersten Blick gering anhören, doch können so über längere Zeiträume bei vergleichbaren Renditeveränderungen erhebliche Differenzen in der Wertentwicklung entstehen. Während beispielsweise heute ein Anstieg der Rendite um 1%-Punkt bei langlaufenden Staatsanleihen zu einem Rückgang von über 9% in der Wertentwicklung von Anleihen führt, hatte der gleiche Effekt zu Zeiten höherer Zinsen in der 90er Jahren einen Rückgang von 6% zur Folge. Da gemischte Portfolios i.d.R. einen hohen Rentenanteil aufweisen, ist dieser Effekt durchaus von Bedeutung, zumal viele Kunden einfach vergessen haben, wie es sich anfühlt, wenn Anleihen Verluste produzieren. Denn in den letzten Jahren kannten Anleihen in der Wertentwicklung fast nur eine Richtung. So wiesen beispielsweise langlaufende Bundesanleihen in den letzten 5 Jahren eine kumulierte Wertentwicklung von über 50% auf, und selbst Unternehmensanleihen konnten über 50% zulegen (gemessen am IBOXX BBB). Im High-Yield-Bereich lag die Wertentwicklung in diesem Zeitraum ebenfalls oberhalb der 50%-Marke. Damit konnten bei vergleichsweise geringen Marktschwankungen (selbst im High-Yield-Bereich lag die Volatilität in den letzten 12 Monaten auf extrem niedrigem Niveau) Renditen erzielt werden, die manche Aktienmärkte bei weitem übertrafen. Diese Zeiten dürften jedoch vorbei sein; wer immer noch glaubt, die Wertentwicklung der letzten Jahre in die Zukunft extrapolieren zu können, begeht wahrscheinlich einen großen Fehler. Selbst wenn es zu keinem signifikanten Renditeanstieg kommt, werden die Wertzuwächse bei Anleihen zukünftig deutlich magerer ausfallen als bisher. Aus unserer Sicht hat diese Beobachtung erhebliche Konsequenzen für die strategische Allokation. Denn bisher konnten auskömmliche Renditen bei sehr geringen Wertschwankungen realisiert werden. Wer weiterhin an einem sehr konservativen Risikoprofil festhalten will, muss sich zwangsläufig mit geringeren Wertzuwächsen zufrieden geben. Wer aber in der Zukunft p.a.-Renditen oberhalb von 4% oder 5% erwartet, muss perspektivisch erheblich höhere Risiken eingehen. Um diesen Sachverhalt genauer beschreiben zu können und die eher deskriptive Ebene zu verlassen, haben wir Berechnungen angestellt, mit denen

zukünftige Rendite-Risikostrukturen in Multi-Asset-Portfolios aufgezeigt werden können. Dabei haben wir für die liquiden Assetklassen historische Korrelationen und Volatilitäten unterstellt, aber plausible Annahmen hinsichtlich zukünftiger Renditen getroffen. Zudem haben wir bewusst nicht nur liquide Assetklassen berücksichtigt, sondern auch nicht-liquide Assets in die Analyse einbezogen, da so erst ein realistischeres Bild einer komplexeren Vermögensstruktur entsteht. Bei nicht liquiden Assets besteht allerdings das Problem der fehlenden oder nicht aussagekräftigen Zeitreihen. In vielen Fällen liegen nur jährliche Datenpunkte vor, oder aber die verfügbaren Zeitreihen sind nicht wirklich repräsentativ für die Wertentwicklung des Assets. So mag beispielsweise ein Index für Wohnimmobilien existieren; dieser misst aber die Wertentwicklung von Wohnimmobilien einer ganzen Volkswirtschaft und ist damit viel diversifizierter als es ein konkretes Investment jemals sein könnte. Ähnliches gilt für Private-Equity-Zeitreihen, die oftmals auf einer extrem breiten Datenbasis fußen und nicht die typische Wertentwicklung und das damit einhergehende Risiko eines konkreten Investments im Private-Equity-Bereich aufweisen.

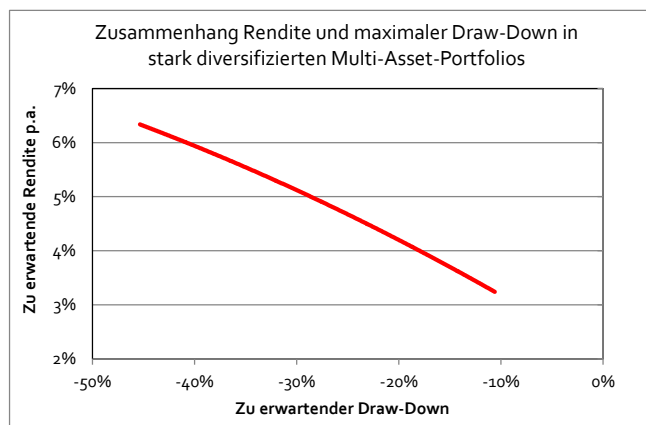
Aus diesem Grund haben wir uns dazu entschieden, bei nicht liquiden Assets nicht auf verfügbare, aber wenig aussagekräftige historische Zeitreihen zu setzen, sondern vor dem Hintergrund plausibler Annahmen und Beobachtungen assetklassenspezifische statistische Eigenschaften zu unterstellen. Beispielsweise gehen wir bei selbstgenutzten privaten Wohnimmobilien von einer sehr geringen Volatilität und einer kaum vorhandenen Korrelation zum Aktienmarkt aus, während wir bei Private Equity höhere Volatilitäten und hohe Korrelationen zum Aktienmarkt unterstellen.

Vor dem Hintergrund dieses Datenmaterials haben wir mit einem Zufallsgenerator 10.000 mögliche strategische Allokationen erzeugt und jeweils die damit einhergehenden statistischen Eigenschaften untersucht. Dabei haben wir auf die Methode des sog. Bootstrapping zurückgegriffen, um auch Zeitverläufe zu simulieren, die so zwar in der Vergangenheit nicht beobachtet werden konnten, aber prinzipiell durchaus denkbar sind. Beim Bootstrapping werden vereinfacht gesagt historische Verläufe „zerschnipselt“ und neu zusammengefügt. Mit dieser Methode können Risiko- maße wie der maximal zu erwartende Draw-Down (maximaler Verlust) oder die Recovery Period (Wiederaufholperiode) genauer bestimmt werden, als wenn nur auf historische Verläufe zurückgegriffen wird. Die Bootstrapping-Methode ermöglicht es zudem, dass die schwer zu simulierenden „schwarzen Schwäne“ am Kapitalmarkt im Datenmaterial erhalten bleiben, aber in ihrer Abfolge variiert werden können, um statistisch verlässlichere Aussagen treffen zu können. Um die Übersichtlichkeit in den Grafiken zu erhöhen, haben wir nicht die sich jeweils ergebende ganze „Punktwolke“ ausgewiesen, sondern nur den sich daraus ergebenden (manchmal nicht linearen) Zusammenhang. Dies hat zudem den Vorteil, dass nicht der Eindruck suggeriert wird, es könnte tatsächlich gelingen, in einer

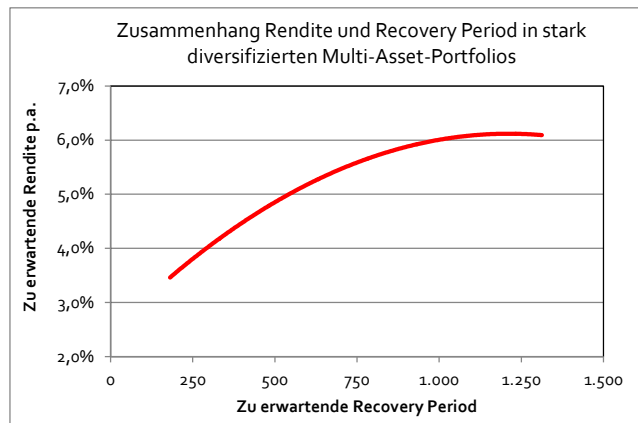
Echtzeitanwendung den effizienten oberen Rand des Möglichkeitenraumes anzustreben, so wie dies gerne in akademischen Veröffentlichungen getan wird. Diese akademische Vorgehensweise macht aber nur Sinn, wenn die Zukunft ein perfektes Abbild der Vergangenheit ist, und diese Annahme erscheint uns für die Praxis viel zu radikal. In unserer ersten Analyse haben wir den Zusammenhang von zu erwartender Rendite und geschätztem Risiko in breit diversifizierten Multi-Asset-Portfolios aufgezeigt.



Hier ist zu sehen, dass in Zukunft Renditen von über 5% nur noch dann zu realisieren sind, wenn mindestens eine typische Schwankungsbreite von +/-10% um die erwartete Rendite akzeptiert wird. Dies hört sich zunächst harmlos an, allerdings beschreibt dies nur den Normalfall und nicht den Extremfall. Stellt man dagegen auf den Extremfall und damit auf den maximal zu erwartenden Draw-Down ab, sieht das Bild anders aus. Renditen von über 5% sind beispielsweise nur noch dann in einer strategischen Allokation realisierbar, wenn temporäre Einbrüche von über 30% in der Wertentwicklung akzeptiert werden.

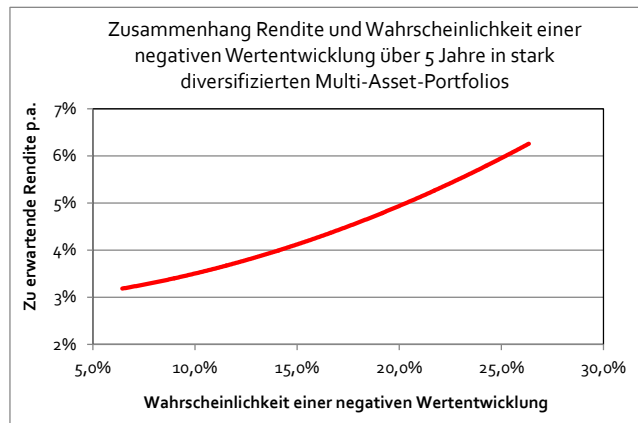


Diese temporären Einbrüche können zudem länger dauern als man oftmals annimmt, wie die folgende Abbildung zeigt. I.d.R. wäre davon auszugehen, dass bei einer angestrebten Rendite von 5% p.a. bis zu 500 Handelstage vergehen können, bis der alte Höchststand in der Wertentwicklung des Portfolios erreicht wird. Wem das zu viel ist, der muss sich mit einer deutlich geringeren Rendite zufrieden geben. Für viele Investoren ist zudem die Frage entscheidend, mit welcher Wahrscheinlichkeit nach einer gewissen Investitionszeit wenigstens eine Null-Rendite erwirtschaftet werden kann.



Läge beispielsweise diese Wahrscheinlichkeit für einen Zeitraum von fünf Jahren (bei einer Renditeerwartung von 5% p.a.) bei nur 80%, könnte dies als Hinweis darauf gewertet werden, dass der Investitionshorizont von 5 Jahren bei einer erwarteten Rendite von 5% p.a. eher zu kurz gewählt ist. Genau das ist der Fall, wie auch die vierte Grafik zeigt.

Hier ist zu sehen, dass bei einer angestrebten p.a.-Rendite von 3% die Wahrscheinlichkeit extrem gering ist, keine positive Rendite zu erzielen (hier läge die Wahrscheinlichkeit bei etwa 5%). Auf der anderen Seite müssen hohe Renditeerwartungen von über 6% mit einer hohen Wahrscheinlichkeit erkauf werden, auch nach fünf Jahren noch eine negative p.a.-Rendite akzeptieren zu müssen.



Vor dem Hintergrund historischer Erfahrungen mögen diese Berechnungen vielen zu pessimistisch erscheinen, aber genau dies ist auch der Punkt: In der Vergangenheit lieferten Anleihen einen sehr positiven Beitrag für die Risiko-Rendite-Relationen gemischter Portfolios, und dieser Beitrag wird in Zukunft aus unserer Sicht deutlich geringer ausfallen. Dieser Effekt führt nun zu den von uns berechneten Rendite-Risiko-Relationen für die Zukunft.

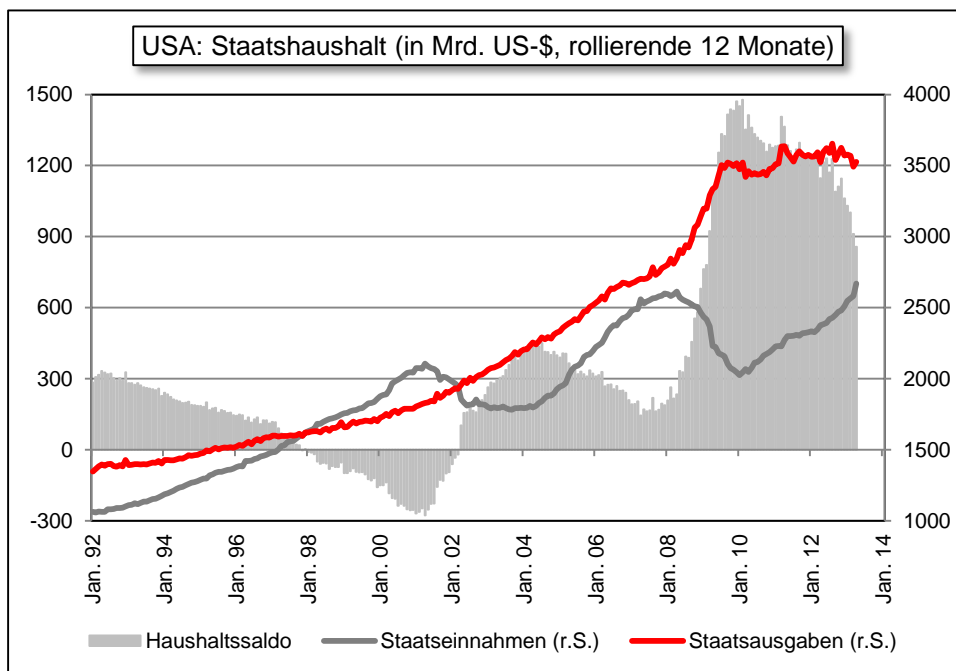
Aus unserer Sicht lässt sich dieses Problem auch kaum umgehen oder lösen; zu einem gewissen Teil kann bei gleichem Risiko die Rendite zwar durch eine gute taktische Allokation verbessert werden, aber das Potenzial hierfür ist begrenzt. Am Ende ist die Konsequenz ganz einfach: Entweder man akzeptiert weniger Rendite, oder aber man erhöht seine Risikotoleranz. Wir gehen davon aus, dass sich die meisten Investoren in den kommenden Jahren eher für ein höheres Maß an Risikotoleranz entscheiden werden.

Wochenausblick für die Zeit vom 10. bis 14. Juni 2013

	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Veröffentlichung
D: Konsumentenpreise, m/m	0,3%	-0,5%	0,6%	0,5%	-0,5%	0,4%	12. Juni
D: Konsumentenpreise, y/y	2,0%	1,7%	1,5%	1,4%	1,2%	1,5%	12. Juni
E-17: Industrieproduktion, m/m	0,7%	-0,6%	0,3%	1,0%	-0,6%		12. Juni
E-17: Industrieproduktion, y/y	-2,3%	-2,6%	-3,0%	-1,6%	-1,5%		12. Juni
E-17: Konsumentenpreise, m/m	0,4%	-1,0%	0,4%	1,2%	-0,1%	0,1%	14. Juni
E-17: Konsumentenpreise, y/y	2,2%	2,0%	1,9%	1,7%	1,2%	1,5%	14. Juni
E-17:Kerninflationsrate, m/m	0,5%	-1,5%	0,3%	1,5%	0,0%	0,1%	14. Juni
E-17:Kerninflationsrate, y/y	1,6%	1,5%	1,4%	1,6%	1,1%	1,2%	14. Juni

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Das amerikanische Haushaltsdefizit sinkt kräftig



„Amerika, Du hast es besser.“ Nicht nur, dass Anleger mit US-Aktien in den vergangenen Monaten erfreuliche Erträge erzielen konnten, auch die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich – insbesondere wenn man den Vergleich zur Eurozone zieht – kontinuierlich verbessert. Dank der expansiven Geldpolitik der US-Notenbank, von der die privaten Haushalte dank niedrigerer Zinsen und steigender Aktien- und Immobilienpreise profitieren, ist die US-Wirtschaft im 1. Quartal 2013 um 2,4% gewachsen. Zwar ist das Wachstum keineswegs rasant, doch immerhin stark genug, dass die Einnahmen des Staates so hoch sind wie niemals zuvor in der Geschichte der USA. Da zugleich die Staatsausgaben zuletzt nicht weiter angestiegen sind, ist das monatliche Budgetdefizit

in den vergangenen Monaten deutlich gesunken. Betrachtet man die vergangenen zwölf Monate, so hat sich der kumulierte Fehlbetrag von 1,2 Billionen US-Dollar auf gut 800 Mrd US-Dollar verringert. In Relation zum Bruttoinlandsprodukt ist das Haushaltsdefizit damit von rund 8% auf zuletzt 5,4% gesunken. Die automatischen Haushaltskürzungen, die Anfang März in Kraft getreten sind, werden dafür sorgen, dass die Staatsausgaben in den kommenden Monaten sinken werden, so dass sich das Budgetdefizit weiter verringern wird. Die noch vor nicht allzu langer Zeit häufig zu hörende Befürchtung, dass den USA „griechische Verhältnisse“ oder sogar die Zahlungsunfähigkeit drohen, ist damit vom Tisch.

	Stand 06.06.2013 16:13	Veränderung zum			
		30.05.2013 -1 Woche	03.05.2013 -1 Monat	05.03.2013 -3 Monate	31.12.2012 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	14967	-2,3%	0,0%	5,0%	14,2%
S&P 500	1610	-2,7%	-0,3%	4,6%	12,9%
Nasdaq	3401	-2,6%	0,7%	5,5%	12,7%
DAX	8161	-2,8%	0,5%	3,7%	7,2%
MDAX	13780	-2,5%	1,0%	3,5%	15,7%
TecDAX	951	-1,8%	2,3%	3,4%	14,9%
EuroStoxx 50	2695	-3,7%	-2,5%	0,4%	2,2%
Stoxx 50	2667	-3,7%	-3,6%	-0,6%	3,5%
SMI (Swiss Market Index)	7663	-4,5%	-3,5%	-0,7%	12,3%
Nikkei 225	12904	-5,0%	-5,8%	10,4%	24,1%
Brasilien BOVESPA	52547	-3,8%	-5,3%	-6,1%	-13,8%
Russland RTS	1288	-4,6%	-9,9%	-15,4%	-15,6%
Indien BSE 30	19519	-3,4%	-0,3%	2,0%	0,5%
China Shanghai Composite	2242	-3,3%	1,7%	-3,6%	-1,2%
MSCI Welt (in €)	1451	-4,4%	-2,5%	1,1%	8,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	991	-4,1%	-5,3%	-6,6%	-5,9%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	143,27	-46	-288	-176	-237
Bobl-Future	126,02	8	-71	-154	-180
Schatz-Future	110,42	-20	-36	-28	-44
3 Monats Euribor	0,20	0	0	0	1
3M Euribor Future, Juni 2013	0,20	0	2	0	0
3 Monats \$ Libor	0,27	0	0	-1	-3
Fed Funds Future, Juni 2013	0,10	0	-2	-3	0
10-jährige US Treasuries	2,11	-1	37	22	36
10-jährige Bunds	1,56	5	34	11	26
10-jährige JGB	0,84	-4	28	19	5
US Treas 10Y Performance	536,60	0,3%	-2,5%	-0,8%	-1,6%
Bund 10Y Performance	506,51	-0,1%	-2,3%	0,0%	-0,4%
REX Performance Index	442,73	-0,1%	-1,1%	-0,1%	0,0%
Hypothekenzinsen USA	3,81	0	46	30	46
IBOXX AA, €	1,72	4	17	-5	11
IBOXX BBB, €	2,81	11	22	-36	-23
ML US High Yield	6,62	37	57	10	-13
JPM EMBI+, Index	674	-1,1%	-5,6%	-3,2%	-5,1%
Wandelanleihen Exane 25	5686	0,0%	1,0%	3,1%	4,6%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	532,36	0,3%	-1,7%	-2,5%	-4,0%
MG Base Metal Index	337,47	3,0%	5,3%	-3,1%	-5,6%
Rohöl Brent	103,28	-0,3%	2,1%	-6,4%	-6,6%
Gold	1403,21	-0,9%	-4,4%	-11,0%	-15,6%
Silber	2237,00	-1,4%	-7,8%	-22,7%	-25,3%
Aluminium	1944,00	3,6%	5,3%	0,6%	-4,8%
Kupfer	7422,25	1,9%	2,5%	-4,1%	-6,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	806	-0,6%	-8,2%	0,0%	15,3%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,3170	1,7%	0,4%	1,0%	-0,2%
EUR/ GBP	0,8516	-0,7%	1,1%	-1,2%	5,0%
EUR/ JPY	130,57	-0,9%	1,5%	7,5%	14,9%
EUR/ CHF	1,2357	-1,0%	1,0%	0,7%	2,4%
USD/ JPY	99,07	-1,7%	0,0%	6,2%	14,2%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jaspermeite	+49 40 3282-2439	cjaspermeite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Darian Heede	+49 40 3282-2452	dheede@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.