

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Risikomanagement: Ein Modell zur Bestimmung von Systemrisiken

Für den Vermögensinhaber sind Aktienkurseinbrüche und steigende Inflationsraten die meist genannten und beachteten Gefahren für seinen Besitz. In der Regel führen diese Faktoren jedoch nur zu einer – meist temporären – Minderung des Vermögens, also nur zu einem Teilverlust bzw. einer Teilentwertung. Dagegen kann ein Zusammenbruch des bestehenden Zahlungssystems einen Totalverlust mit sich bringen, da viele Anlageklassen, wie z.B. Aktien und Renten gleichzeitig und oft vollumfänglich betroffen wären. In den vergangenen Jahren wurde das Vertrauen in das bestehende Zahlungssystem gleich mehrfach auf die Probe gestellt. In der Finanzmarktkrise kam es infolge der Lehman-Pleite zu ersten Anzeichen eines Bank Runs. So musste z.B. in Großbritannien mit Northern Rock eine große Bank aufgrund von massiven Kapitalabhebungen der Kunden kurzfristig aufgefangen werden. In der europäischen Schuldenkrise haben erst Mario Draghis inzwischen berühmte Worte „whatever it takes“, mit denen er signalisierte, dass die EZB alles Notwendige tun werde, um die Krisenstaaten zu stützen, zu einer Beruhigung geführt.

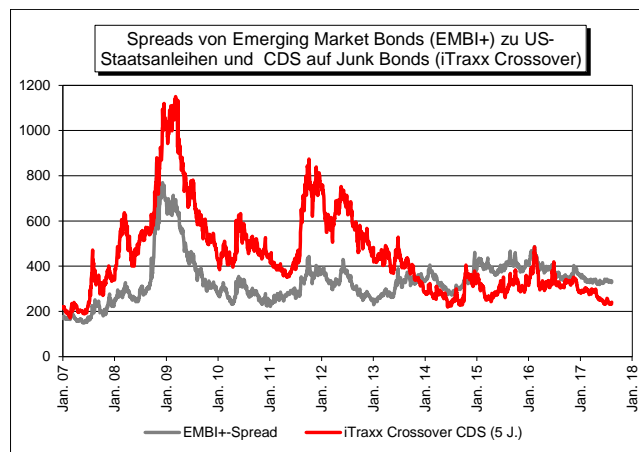
Aktuell scheint das Vertrauen in die großen Staaten und in die bedeutenden Zentralbanken noch voll intakt zu sein. Aber letztendlich basiert unser ganzes Zahlungssystem auf Vertrauen, denn den Banknoten und dem Kontoguthaben stehen keine echten Werte entgegen, sondern nur das Versprechen des Staates und der Zentralbanken. Für die Bewahrung großer Vermögen erscheint es trotz einer aktuell recht entspannten Lage grundsätzlich sinnvoll, das Risiko eines Systemwechsels zu beobachten.

Systemrisiken hatten zuletzt einen gewachsenen Einfluss auf die Aktien- und Rentenmärkte. In vielen Fällen lassen sich Marktbewegungen nicht allein durch die Konjunkturdaten erklären. Nicht jedes Mal, aber immer öfter können Kursentwicklungen dagegen durch Systemrisiken erklärt werden. Die Kenntnis von vorhandenen Systemrisiken kann daher das Verständnis von Marktbewegungen verbessern und damit auch die Qualität der Anlageentscheidungen erhöhen. Aus diesem Grund wurde mitten in der europäischen Schuldenkrise im Jahr 2012 von Björn Block und Dr. Jörg Rahn bei Marcard, Stein & Co ein Systemrisikomodell entwickelt, das im Jahr 2017 von Herrn Dr. Rahn bei M.M.Warburg & CO weiterentwickelt wurde. Das Ergebnis ist ein rein quantitatives Modell, das aus insgesamt 35 verschiedenen Zeitreihen besteht. Diese Zeitreihen lassen sich in sechs Kategorien untergliedern: 1. Informationen vom Rentenmarkt, 2. Information vom Markt für Kreditausfallversicherungen, 3. Informationen vom Aktienmarkt, 4. Informationen vom Geldmarkt, 5. Informationen vom Verhalten von Haushalten und Unternehmen und 6. Informationen von Zentralbankmaßnahmen.

Bei den **Rentenmarktinformationen** handelt es sich um Spreadentwicklungen. Dazu gehören die Spreads von Unternehmensanleihen verschiedener Ratingklassen und die von Staatsanleihen. Aber auch die Emerging Markets wer-

den miteinander, weil von ihnen, wie in der Asienkrise 1997/98, auch Ansteckungseffekte ausgehen können. Hohe und sich ausweitende Spreads können ein Indiz für einen Vertrauensverlust sein.

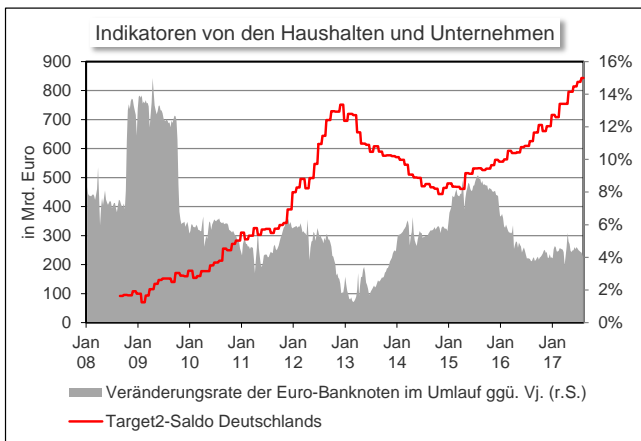
Die Kosten für den Erwerb von **Kreditausfallversicherungen** von Banken und Staaten waren sowohl in der Finanzmarktkrise als auch in der Euro-Schuldenkrise deutlich gestiegen. Obwohl dieser Markt oft eine Parallelität zum Rentenmarkt aufweist, zeichnen sich an diesem institutionellen Anlegern vorbehaltenen Markt Entwicklungen gelegentlich früher ab. Oftmals ist die geringe Liquidität bei Anleihen auch ein Grund, warum professionelle Anleger darauf ausweichen, ihre Anleihen über den Erwerb von Kreditausfallversicherungen abzusichern statt zu verkaufen.



Nervosität am **Aktienmarkt** lässt sich von den impliziten Volatilitäten ableiten. Darin sind mehr die Erwartungen an die zukünftige Entwicklung als die aktuelle Nervosität ablesbar, mithin ist das also ein guter Indikator, ob Marktteilnehmer Zukunftssorgen haben. Da bei einem Systemzusammenbruch auch die Banken betroffen sind, bietet die relative Wertentwicklung von Bankaktien zu dem Gesamtmarkt valide Informationen darüber, ob am Aktienmarkt bereits ein Vertrauensverlust in das Bankensystem eintritt.

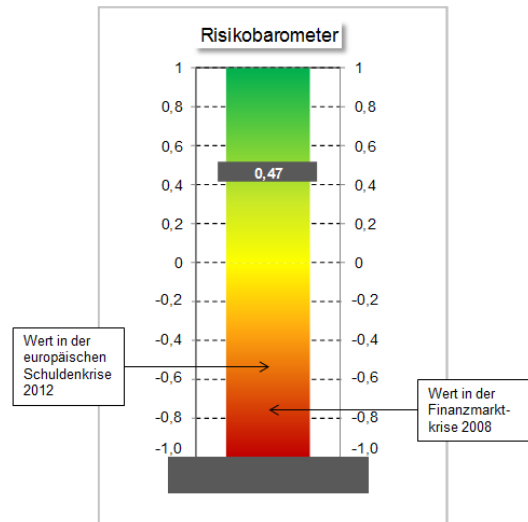
Der **Geldmarkt** litt in allen Krisenphasen unter Stress. Hier spiegelt sich das Vertrauen der Banken untereinander wider. Ablesen lässt sich dies recht gut an dem Spread zwischen dem Euribor und dem Overnight Indexed Swap. Der Euribor gibt den durchschnittlichen Zinssatz für unbesicherte Kredite zwischen Banken an. Der Overnight Indexed Swap gibt an, wie ein Swap zwischen einem festen Zins und einem variablen Zins bepreist wird, bei dem sich der variable Zins auf den Overnight Index Eonia bezieht. Da bei dem Swap das Risiko nur auf einen kleinen Betrag (die Zahlungsverpflichtung aufgrund der Wertveränderung des Swaps) begrenzt ist, ist dieses Risiko gering. Daher kann der Spread ein Signal für das Vertrauen der Banken untereinander geben. Darüber hinaus ist die Inanspruchnahme der Spitzenfazilität der Notenbanken ein Indikator, ob Banken auf die EZB als Kapitalgeber angewiesen sind, weil sie von anderen Geldinstituten keine kurzfristigen Kredite mehr erhalten.

Um aber auch das **Vertrauen der Bevölkerung und der Unternehmen** zu berücksichtigen, wird die Bargeldhaltung berücksichtigt. Das Volumen an Euro-Banknoten ist seit einigen Jahren überdurchschnittlich stark gestiegen, obwohl ein immer größerer Teil der täglichen Zahlungsvorgänge inzwischen digital getätigt wird. Die erhöhten Wachstumsraten lassen sich zum Teil durch die niedrigen Zinsen erklären, die die zinslose Bargeldhaltung weniger „teuer“ machen. Plötzliche Anstiege, wie z.B. im Oktober 2008 auf dem Höhepunkt der Finanzmarktkrise signalisieren jedoch in erster Linie die Angst der Bevölkerung vor einem Zusammenbruch des Bankensystems. Ebenfalls geeignet für die Wahrnehmung des Vertrauens der Bürger sind die Target2-Salden der EZB. Diese komplizierte Verrechnungseinheit kann als Indikator für Kapitalflucht aus den europäischen Krisenstaaten nach Deutschland angesehen werden. Weitet sich der Überschuss Deutschlands beim Target2-Saldo zu Lasten der Länder Italien oder Spanien aus, so kann dies als Vertrauensverlust in die beiden südeuropäischen Staaten interpretiert werden.

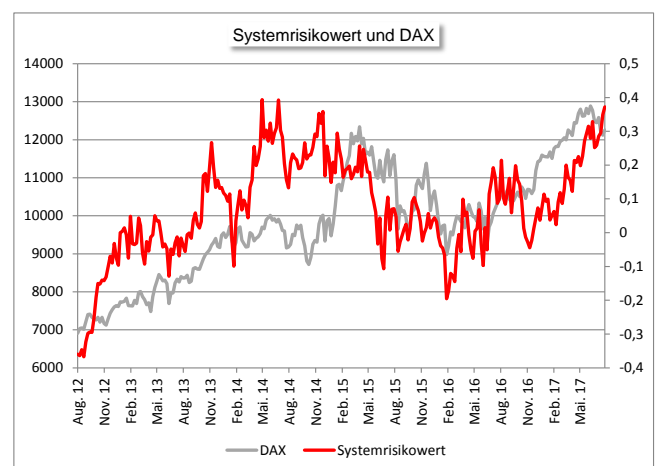


In einer risikofreien Welt sind **Maßnahmen der Zentralbanken** unnötig und die Leitzinsen auf einem normalen Niveau spürbar über 0%. Sind ungewöhnlich tiefe Zinsen oder sogar zusätzlich Anleihekäufe notwendig, um die Wirtschaft zu stabilisieren und den Markt zu beruhigen, dann deutet dies auf unterschwellig vorhandene Systemrisiken hin. Daher fließt der Umfang der wöchentlichen Anleihekäufe, der Bestand auf den Zentralbankbilanzen und das Zinsniveau in die Bestimmung der Systemrisiken ein.

Diese Informationen komprimieren wir durch die Berechnung von Quantilsrängen, mit denen der aktuelle Wert einer Zeitreihe in Relation zu früheren Werten gesetzt werden kann, zu einer einzigen Zahl zwischen -1 (Systemzusammenbruch) und +1 (keine Systemrisiken). Derzeit ist das Systemrisiko mit einem Wert von +0,47 vergleichsweise niedrig einzustufen. Entspannung wird insbesondere vom Markt für Kreditausfallversicherungen, dem Aktienmarkt und dem Rentenmarkt signalisiert. Dagegen zeigt der negative Wert der Zentralbankmaßnahmen an, dass die relative Entspannung durch massive Interventionen der Zentralbanken erkaufte wird. Zum Vergleich wurden in der Finanzmarktkrise bzw. in der Euro-Schuldenkrise Werte von -0,74 bzw. -0,52 erreicht. Die damals gefühlte Sorge um das Vermögen war also nicht nur eingebildet, sondern belegbar.



Das Systemrisikomodell ist sicherlich nicht in der Lage die Entwicklung an den Aktienmärkten vollständig zu erklären. Immerhin ist ein Zusammenhang zwischen dem DAX und dem Modellwert durchaus erkennbar. In vielen Fällen hat das Modell auch einen kleinen zeitlichen Vorlauf vor der Aktienmarktbeugung.



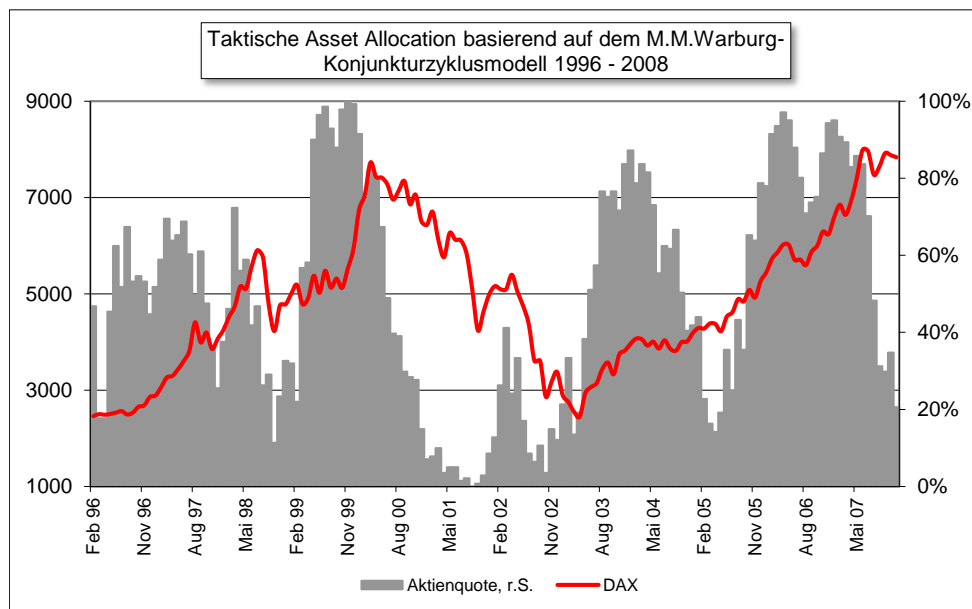
Dennoch bleibt das Modell nur ein Instrument von vielen in der Bestimmung der taktischen Allokation. Für das Risikomanagement des Gesamtportfolios und der Einzeltitel hat es aber eine wesentliche Bedeutung. Denn ein wesentliches Ziel des Vermögensmanagements bei M.M.Warburg & CO ist es, in Krisenphasen eine hohe Wertstabilität zu erreichen.

Wochenausblick für die Zeit vom 14. August bis 18. August 2017

	Mrz.	Apr.	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	0,0%	0,4%	-0,2%	0,0%	0,2%		18. August
D: Produzentenpreise, y/y	3,1%	3,4%	2,8%	2,4%	2,3%		18. August
E-19: Industrieproduktion, m/m	0,4%	0,3%	1,3%	-0,8%			14. August
E-19: Industrieproduktion, y/y	2,3%	1,2%	3,9%	2,4%			14. August
E-19: Konsumentenpreise, y/y – final	1,5%	1,9%	1,4%	1,3%	1,3%		17. August
E-19: Kerninflationsrate, y/y – final	0,8%	1,2%	1,0%	1,2%	1,3%		17. August
	Q4 16		Q1 17		Q2 17		
D: BIP, q/q – s.a.	0,4%		0,6%		0,8%		15. August
D: BIP, y/y – s.a.	1,3%		2,9%		2,0%		15. August
E-19: BIP, q/q – s.a.	0,4%		0,5%		0,7%		16. August
E-19: BIP, y/y – s.a.	1,8%		1,9%		1,8%		16. August

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: 10 Jahre nach dem Ausbruch der Finanzkrise



Fast genau zehn Jahre ist es jetzt her, dass die US-Hypothekenkrise immer größere Kreise zu ziehen begann und die Finanzmärkte sowie die gesamte Weltwirtschaft an den Rand des Zusammenbruchs führte. Im Mittelpunkt des Geschehens stand im August 2007 ausgerechnet ein deutsches Kreditinstitut: die IKB. Diese hatte über ihre Zweckgesellschaft Rhineland Funding in den Jahren zuvor in Wertpapiere investiert, denen sogenannte Subprime-Hypothekenkredite aus den USA zugrunde lagen. Mit der sich im Laufe des Jahres 2007 verschärfenden Krise am US-Häusermarkt verloren diese Papiere immer weiter an Wert. Schließlich geriet die Bank in eine dramatische Schieflage; unter Einbeziehung des Bundesfinanzministeriums, der BaFin und der Bundesbank wurde ein Rettungspaket geschnürt, das ein Bankenpool aus der KfW, öffentlichen und privaten Banken schultern musste. Der damalige Bundesbank-Präsident Weber sah sich zu einem Presse-Statement¹ veranlasst, in dem er die solide Verfassung

der Weltwirtschaft beschwor und die Gefahr einer möglichen Bankenkrise ausschloss. Liquiditätsspritzen der globalen Notenbanken halfen, die Krise zunächst einzudämmen. Die Aktienkurse erreichten Mitte August 2007 ihre Tiefstände und erholten sich dann wieder bis Anfang 2008. Wie wir heute wissen, ging die Krise dann aber erst richtig los, und Aktienmärkte wie der DAX, der S&P 500 oder der Euro Stoxx 50 verloren bis zum Frühjahr 2009 fast 60 Prozent an Wert. Unser schon damals im Einsatz befindliches Warburg-Konjunkturzyklusmodell signalisierte schon ab Sommer 2007, dass Gefahr im Verzug sei. Die vom Modell empfohlene Aktienquote wurde ab Juli 2007 von rund 70 Prozent kontinuierlich zurückgeführt und lag im Dezember 2007 bei nur noch 20 Prozent. Im Unterschied zu damals sind die heutigen Konjunkturdaten wesentlich besser, sodass das Modell eine Quote von gut 80 Prozent empfiehlt. Eine neue Finanz- oder gar Systemkrise ist derzeit nicht in Sicht.

¹ http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Press/Pressemitteilungen/2007/2007_08_02_statement.pdf?__blob=publicationFile

	Stand 10.08.2017 17:54	Veränderung zum			
		03.08.2017 -1 Woche	07.07.2017 -1 Monat	09.05.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	21924	-0,5%	2,4%	4,5%	10,9%
S&P 500	2454	-0,7%	1,2%	2,4%	9,6%
Nasdaq	6352	0,2%	3,2%	3,8%	18,0%
DAX	12014	-1,2%	-3,0%	-5,8%	4,6%
MDAX	24623	-0,6%	0,2%	-2,2%	11,0%
TecDAX	2233	-1,1%	0,6%	4,0%	23,3%
EuroStoxx 50	3429	-1,1%	-1,0%	-6,0%	4,2%
Stoxx 50	3061	-1,0%	-1,8%	-6,0%	1,7%
SMI (Swiss Market Index)	8950	-2,0%	0,7%	-1,8%	8,9%
FTSE 100	7390	-1,1%	0,5%	0,7%	3,5%
Nikkei 225	19730	-1,5%	-1,0%	-0,6%	3,2%
Brasilien BOVESPA	67045	0,4%	7,6%	1,2%	11,3%
Russland RTS	1029	0,0%	3,4%	-5,2%	-10,7%
Indien BSE 30	31531	-2,2%	0,5%	5,3%	18,4%
China Shanghai Composite	3262	-0,3%	1,4%	5,9%	5,1%
MSCI Welt (in €)	1962	0,6%	-0,4%	-4,0%	0,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	1069	1,4%	3,6%	0,0%	11,2%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	164,08	78	359	379	-7
Bobl-Future	132,66	27	119	131	-97
Schatz-Future	112,14	4	23	3	-16
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,31	0	-2	-3	0
3 Monats \$ Libor	1,31	0	0	13	31
Fed Funds Future, Dez 2017	1,22	0	-4	-7	0
10-jährige US Treasuries	2,23	1	-16	-18	-22
10-jährige Bunds	0,41	2	-16	-2	31
10-jährige Staatsanl. Japan	0,06	-1	-3	3	1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,15	-10	-15	-11	6
US Treas 10Y Performance	584,75	-0,1%	1,7%	2,2%	2,7%
Bund 10Y Performance	609,51	0,3%	2,1%	0,8%	-0,6%
REX Performance Index	482,45	0,2%	0,8%	0,3%	-0,6%
IBOXX AA, €	0,71	-3	-22	-4	4
IBOXX BBB, €	1,26	0	-23	-14	-24
ML US High Yield	6,09	11	-10	-2	-37
JPM EMBI+, Index	827	-0,2%	1,9%	1,7%	7,1%
Wandelanleihen Exane 25	7178	0,0%	0,4%	-0,8%	3,8%
Rohstoffmärkte					
CRB Spot Index	444,30	0,5%	-0,3%	5,1%	5,0%
MG Base Metal Index	325,65	3,6%	8,6%	13,2%	16,4%
Rohöl Brent	52,57	-0,6%	12,0%	7,5%	-7,3%
Gold	1284,27	1,2%	6,1%	5,5%	11,0%
Silber	16,86	1,5%	9,6%	4,7%	5,0%
Aluminium	2019,00	6,6%	5,3%	8,3%	18,5%
Kupfer	6426,75	1,6%	10,7%	17,1%	16,4%
Eisenerz	75,42	4,2%	20,0%	22,9%	-5,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	1050	2,6%	27,7%	4,3%	9,3%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1747	-1,0%	2,9%	7,9%	11,4%
EUR/ GBP	0,9047	0,1%	2,3%	7,6%	6,0%
EUR/ JPY	128,45	-1,9%	-1,0%	3,6%	4,1%
EUR/ CHF	1,1331	-1,5%	3,2%	3,6%	5,5%
USD/ CNY	6,6460	-1,1%	-2,4%	-3,8%	-4,4%
USD/ JPY	110,09	0,0%	-3,3%	-3,4%	-5,8%
USD/ GBP	0,7704	1,2%	-0,8%	-0,2%	-4,8%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahm	+49 40 3282-2419	jrahm@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. 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 Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikrofilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.