



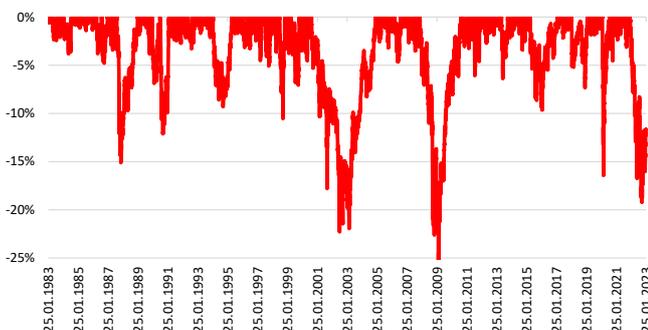
## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

26. Januar 2023

### Diversifikation in Zeiten positiver Korrelationen: Die Rolle illiquider Investments

Der Schreck aus dem letzten Jahr sitzt noch tief: 2022 war das Jahr, in dem Aktien und Anleihen eine oftmals positive Korrelation zeigten und zu allem Überfluss die als sicher eingestuften Anleihen eine besonders schlechte Wertentwicklung aufwiesen. Im Ergebnis kam es in gemischten Portfolios zu Rückschlägen, wie sie bisher nur selten beobachtet werden konnten. Berechnet man beispielsweise den Rückschlag eines hypothetischen Portfolios, das zu jeweils 25% aus europäischen Aktien, US-Aktien, deutschen Bundesanleihen und US-Staatsanleihen besteht, so lag dieser 2022 in der Spitze bei nahezu -20% und wurde damit nur von der Finanzkrise 2008/2009 und von den Marktturbulenzen der platzenden Internetblase 2002/2003 übertroffen. Die Rückschläge in den Jahren 2002/2003 und 2008/2009 wären noch viel dramatischer ausgefallen, wenn damals nicht Anleihen einen Teil der Verluste auf der Aktienseite kompensiert hätten.

Draw-Down gemischtes, ausgewogenes  
globales Portfolio (50% Aktien, 50% Anleihen)



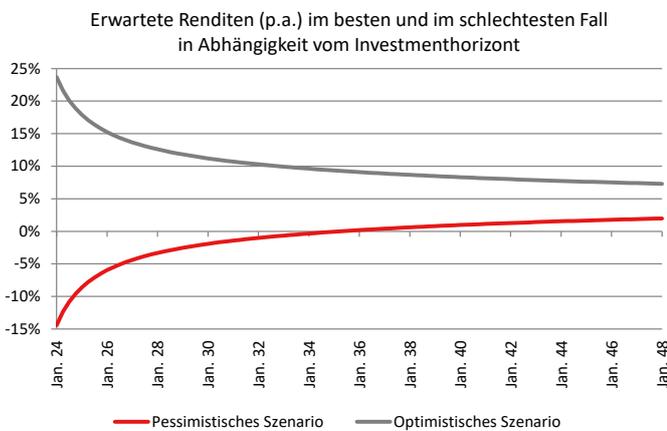
Wenn aber die Kurse von Aktien und Anleihen dieselbe Richtung einschlagen, ist ein Ausgleich auf Portfolioebene nicht mehr möglich. Genau dieses Szenario könnte

auch in den kommenden Jahren zu beobachten sein, zumal schon in der Vergangenheit längere Perioden (z.B. 1931 – 1955 und 1970 – 1999, in beiden Fällen bezogen auf die USA) durch positive Korrelationen zwischen den beiden Assetklassen geprägt waren. Doch was sind die zugrundeliegenden Mechanismen?

Nehmen wir als Beispiel einmal an, dass die Renditen steigen. Für Anleihen bedeutet das zwangsläufig fallende Kurse, während die Auswirkungen auf der Aktienseite zunächst unklar sind und (neben anderen Faktoren) vom Grad der Risikobereitschaft abhängen. Steigen beispielsweise die Zinsen bei gleichzeitiger Zunahme der wirtschaftlichen Unsicherheit, dürfte die Risikobereitschaft abnehmen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Anleger eine höhere Risikoprämie verlangen, um die Ungewissheit künftiger Cashflows zu kompensieren – damit hätte man einen negativen Effekt auf die Aktienkurse. Steigen die Zinssätze jedoch bei gleichzeitig abnehmender wirtschaftlicher Unsicherheit, sollte die Risikobereitschaft zunehmen, da die Anleger eine niedrigere Risikoprämie verlangen – damit ergäbe sich ein positives Ergebnis für Aktien.

Wenn aber nun die Zinsen anfangen, deutlich stärker als in der Vergangenheit zu schwanken, dann führen alleine schon diese starken Zinsschwankungen zu zusätzlicher Unsicherheit in der Wirtschaft, da sie es Verbrauchern und Unternehmen erschweren, für die Zukunft zu planen, was wiederum die Risikobereitschaft der Anleger verringert. Eine erhöhte Zinsvolatilität führt also dementsprechend schon für sich betrachtet zu einer Schwächung der

negativen Korrelation zwischen Aktien und Anleihen. Das Jahr 2022 war dafür ein Musterbeispiel, jedoch gibt es eben auch gute Gründe zur Annahme, dass das Gastspiel volatiler Zinsen nicht vorbei ist. So wird in den kommenden Monaten die Inflationsrate zunächst deutlich zurückkommen, was Notenbanken dazu veranlassen wird, im Laufe des Jahres Leitzinserhöhungen auslaufen zu lassen und die Leitzinsen im kommenden Jahr zu senken. Gleichzeitig führen eine Lohn-Preis-Spirale (Stichwort Demographie) und Deglobalisierungseffekte zu einer hartnäckigen Sockelinflation, die eher über zwei Prozent liegen wird. Das macht die Geldpolitik für die kommenden Jahre vergleichsweise unberechenbar. Zudem wird die Geldpolitik zunehmend zum Spielball der Staatsverschuldung von Staaten, was in Zeiten immer wieder aufflackernder Inflationstendenzen ein Albtraum für eine stetige, planbare und gut zu antizipierende Geldpolitik ist. Wenn aber die Kurse von Anleihen volatil bleiben und der risikominimierende Effekt einer negativen Korrelation zwischen Aktien und Anleihen wegfällt, besteht ernsthafter Handlungsbedarf. Eine naheliegende Lösung liegt darin, die offensichtlich bestehenden Grenzen der Diversifikation immerhin bestmöglich auszuloten, indem global eine möglichst hohe Anzahl von Märkten und Sektoren auf die effizienteste denkbare Art zu einem Portfolio zusammengefügt wird. Allerdings wird auch ein solches Portfolio Risikoeigenschaften aufweisen, die einem Investor zeitweise Angstschweiß auf die Stirn treiben werden. Mit Hilfe einer Simulation haben wir die Eigenschaften eines solchen Portfolios in einer Grafik zusammengefasst.

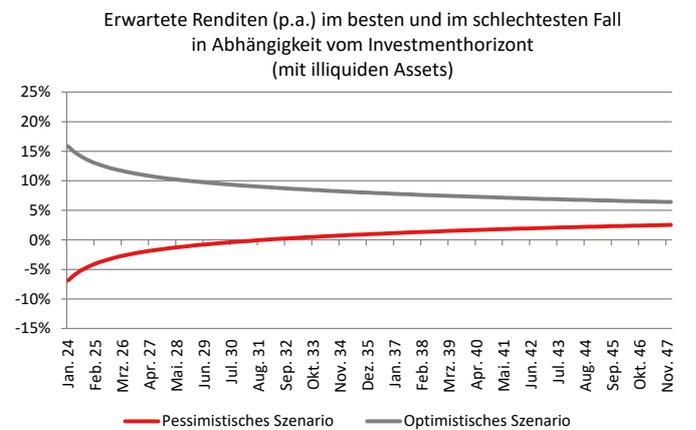


Hier zeigt sich, dass in einem (natürlich sehr unwahrscheinlichen, aber eben nicht ganz ausgeschlossenen) Worst-Case-Szenario vielleicht erst ab dem Jahr 2034 eine positive p.a.-Rendite über den Zeitraum zu erzielen

wäre, wenn man jetzt in ein hochdiversifiziertes Portfolio investieren würde.

Das ist offensichtlich keine besonders attraktive Option, und es stellt sich die Frage, ob man den „Tücken“ liquider Investments zumindest zum Teil ein Schnippchen schlagen kann, indem nichtliquide Assets einem Portfolio beigemischt werden. Da Assets wie Immobilien oder auch Private-Equity-Beteiligungen ohnehin nicht mit hoher Frequenz bewertet werden, ist eine Veränderung der Korrelationseigenschaften von Aktien zu Renten hier nicht relevant und dementsprechend keine Belastung. Zudem würde sich zeigen, dass Private-Equity-Beteiligungen und Immobilien – würde man sie täglich bewerten können – andere Kursmuster aufweisen sollten als klassische Assetklassen.

Wir haben mit einer Simulation die Effekte einer Beimischung von Private-Equity-Beteiligungen und Immobilien analysiert; im Ergebnis zeigt sich genau das, was man ohnehin erwartet hätte: Der „Trichter“ der möglichen p.a.-Renditen wird kleiner, das Risiko negativer „Überraschungen“ nimmt ab und der Umfang von Draw-Downs wird reduziert.



Natürlich hängt ein solches Ergebnis immer extrem von den Parametern ab, mit denen eine solche Simulation durchgeführt wird. Daher sind hier auch weniger die konkreten Zahlen relevant, sondern eher das erzielte Gesamtbild: Die langfristig zu erwartende Gesamrendite ändert sich nicht sonderlich, Abweichungen vom erwarteten Renditepfad werden jedoch kleiner. Bei einem größeren Vermögen von z.B. fünf Mio. Euro spricht daher sehr viel dafür, einen Teil von z.B. 25% (oder sogar mehr) in nichtliquide Assets zu investieren. Verzichtet man darauf, begeht man gerade in Zeiten positiver Korrelationen von Aktien und Anleihen einen handwerklichen Fehler, der vermieden werden könnte.

## Marktdaten

	Stand 26.01.2023 14:38	Veränderung zum				
		12.01.2023 -1 Woche	16.12.2022 -1 Monat	18.10.2022 -3 Monate	18.01.2022 -12 Monate	30.12.2022 YTD
<b>Aktienmärkte</b>						
Dow Jones	33744	-1,3%	2,5%	10,5%	-4,6%	1,8%
S&P 500	4050	1,7%	5,1%	8,9%	-11,5%	5,5%
Nasdaq	11313	2,8%	5,7%	5,0%	-22,0%	8,1%
Russell 2000	1890	0,8%	7,2%	7,7%	-9,8%	7,3%
DAX	15120	0,4%	8,8%	18,4%	-4,1%	8,6%
MDAX	28839	2,7%	15,5%	24,0%	-15,6%	14,8%
TecDAX	3199	1,3%	9,1%	14,2%	-8,7%	9,5%
EuroStoxx 50	4173	1,1%	9,7%	20,5%	-2,0%	10,0%
Stoxx 50	3871	0,6%	5,8%	13,4%	1,8%	6,0%
SMI (Swiss Market Index)	11395	1,0%	5,8%	7,7%	-9,1%	6,2%
FTSE 100	7770	-0,3%	6,0%	12,0%	2,7%	4,3%
Nikkei 225	27363	3,5%	-0,6%	0,8%	-3,2%	4,9%
Brasilien BOVESPA	114633	2,5%	11,5%	-1,0%	7,5%	4,5%
Russland RTS	987	-2,8%	-5,0%	-5,1%	-27,8%	1,7%
Indien BSE 30	60205	0,4%	-1,8%	2,1%	-0,9%	-1,0%
China CSI 300	4182	4,1%	5,7%	8,9%	-13,1%	8,0%
MSCI Welt	2757	1,3%	5,8%	12,2%	-11,8%	5,9%
MSCI Welt SRI	2577	0,0%	2,8%	-1,7%	-16,4%	4,2%
MSCI Emerging Markets	1041	2,3%	8,8%	18,4%	-16,1%	8,9%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	138,36	14	93	114	-3121	543
Bobl-Future	117,83	-2	41	-140	-1480	208
Schatz-Future	105,91	7	0	-95	-603	49
3 Monats Euribor	2,46	56	106	180	302	57
3M Euribor Future, Dez 2023	3,32	-1	-1	18	316	-29
3 Monats \$ Libor	4,80	-3	5	56	454	3
Fed Funds Future, Dez 2023	4,50	3	8	-7	274	-14
10-jährige US Treasuries	3,50	5	2	-50	163	-33
10-jährige Bunds	2,19	6	3	-9	225	-37
10-jährige Staatsanl. Japan	0,49	7	24	24	35	8
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,19	4	-9	-6	119	-41
US Treas 10Y Performance	605,52	0,6%	1,7%	6,3%	-10,4%	4,4%
Bund 10Y Performance	553,23	1,4%	1,8%	3,2%	-15,5%	5,3%
REX Performance Index	436,42	0,3%	0,0%	0,5%	-10,4%	0,9%
IBOXX AA, €	3,09	-18	-19	-50	251	-50
IBOXX BBB, €	4,05	-24	-35	-91	300	-65
ML US High Yield	8,05	-11	-52	-127	291	-92
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	-0,7%	4,3%	-17,7%	0,0%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
S&P Commodity Spot Index	606,69	1,2%	3,1%	-2,3%	0,5%	-0,6%
MG Base Metal Index	454,13	4,8%	10,0%	23,5%	-4,1%	8,6%
Rohöl Brent	87,25	3,8%	10,2%	-3,3%	-0,4%	2,7%
Gold	1935,66	2,4%	8,2%	17,2%	6,6%	6,6%
Silber	23,72	-0,5%	2,9%	27,2%	1,0%	-0,1%
Aluminium	2611,70	3,8%	11,7%	19,7%	-13,8%	11,2%
Kupfer	9326,00	1,7%	13,3%	24,6%	-3,7%	11,5%
Eisenerz	121,93	0,6%	10,6%	28,1%	-4,4%	9,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	703	-28,0%	-54,9%	-62,5%	-57,2%	-53,6%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,0901	1,2%	2,7%	10,8%	-4,1%	2,2%
EUR/ GBP	0,8789	-1,1%	0,6%	1,0%	5,2%	-0,9%
EUR/ JPY	141,40	0,6%	-2,8%	-3,6%	8,4%	0,5%
EUR/ CHF	1,0000	-0,6%	1,2%	2,1%	-4,0%	1,6%
USD/ CNY	6,7825	0,6%	-2,8%	-5,9%	6,8%	-1,7%
USD/ JPY	128,90	-0,3%	-5,7%	-13,7%	12,5%	-1,7%
USD/ GBP	0,8065	-2,0%	-2,0%	-8,7%	9,5%	-3,0%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude  
+49403282-2572  
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller  
+49 40 3282-2452  
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite  
+49 40 3282-2439  
cjasperneite@mmwarburg.com

Mark Simon Landt  
+49 40 3282-2401  
mlandt@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, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.