



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

14. April 2022

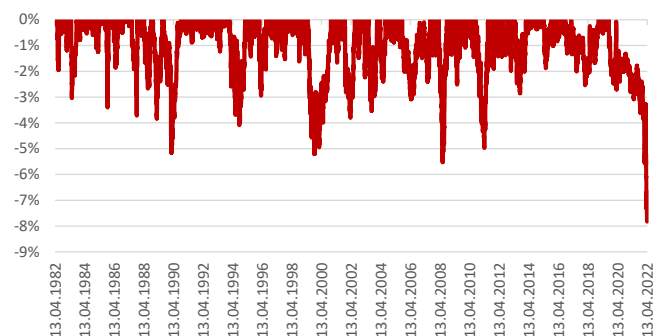
### Nicht alle Eier in einen Korb legen – warum diese Regel nicht nur zu Ostern gilt

In der Finanzbranche gilt die Regel, wonach einem nichts geschenkt werde, außer der Möglichkeit, seine Portfolios zu diversifizieren. Und es stimmt auch: Durch eine geschickte Mischung von Wertpapieren, Märkten und Assetklassen kann das Risiko reduziert werden, ohne den Erwartungswert der Rendite negativ zu tangieren. Das funktioniert besonders dann gut, wenn Anleihen und Aktien eine negative Korrelation aufweisen. Anleihen können in einem solchen Umfeld die Funktion des sicheren Hafens einnehmen, wenn Aktien in schweren Sturm geraten. Im Moment ist dieser Mechanismus leider angeschlagen; zuletzt sind Aktien eher gefallen, ohne dass Anleihen eine positive Entwicklung aufwiesen und die Verluste bei den Aktien auch nur annähernd abfedern konnten. Genau genommen konnte das Gegenteil beobachtet werden. Vor allem Staatsanleihen mit hervorragender Bonität haben in den letzten Wochen aus der Spitze so viel verloren wie seit vielen Jahrzehnten nicht mehr. Exemplarisch lässt sich das am Unterwasserchart von Bundesanleihen mit fünf Jahren Restlaufzeit aufzeigen.

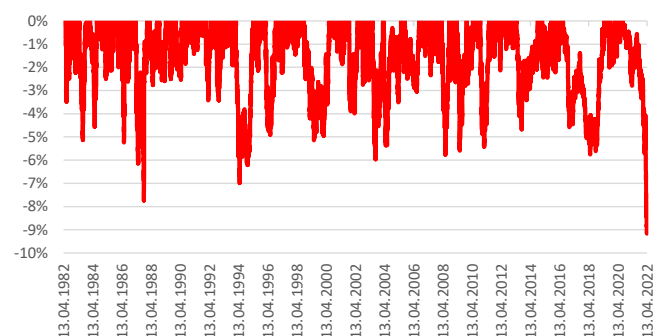
Eigentlich weisen Anleihen mit einer Restlaufzeit von fünf Jahren keine besonders hohe Volatilität auf, da die sog. Duration nicht außergewöhnlich hoch ist. Dementsprechend sind in dieser Laufzeitenklasse (bei guter Bonität des Emittenten) temporäre Rückschläge von fünf Prozent schon die absolute Ausnahme. Zuletzt betrug der Rückschlag von fünfjährigen Bundesanleihen aber sogar acht Prozent! Obwohl in Europa zum ersten Mal seit dem Zweiten Weltkrieg ein Angriffskrieg geführt wird, konnten dementsprechend die Anleihen mit der wohl besten Bonität Europas nicht einmal im Ansatz die Funktion des

sicheren Hafens übernehmen. Leider gilt das auch für US-amerikanische Treasuries, und zwar über alle Laufzeitenbänder hinweg.

Draw-Down Bundesanleihen 5 Jahre Restlaufzeit

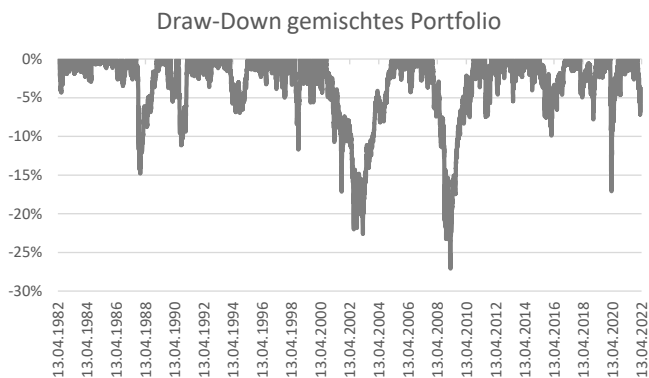


Draw-Down US-Treasuries 5 Jahre Restlaufzeit



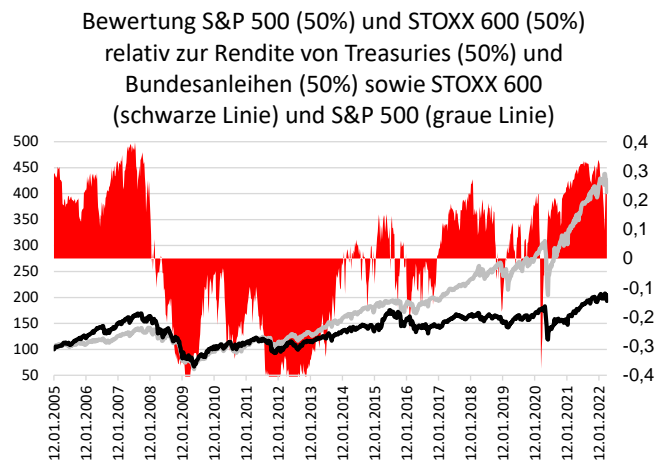
Da Anleihen dementsprechend keinen diversifizierenden Effekt entfalten konnten, kann es nicht überraschen, dass auch gemischte Portfolios liquider Anlageformen zuletzt einen Rückschlag erleiden mussten. In einem international aufgestellten gemischten Portfolio (50% Aktien, 50% Anleihen, jeweils 50% USA und 50% Europa) betrug der Rückschlag in etwa acht Prozent. Ein noch stärkerer

Rückgang wurde vor allem von den Aktien verhindert, die sich angesichts der bedrohlichen Gemengelage aus zu erwartender Stagflation, Krieg und Lieferkettenproblemen immer noch erstaunlich gut halten. In der Vergangenheit war es dagegen nicht untypisch, wenn gemischte Portfolios in Krisenzeiten einen Draw-Down von bis zu 25% aufwiesen – und das, obwohl Anleihen im Gegensatz zum aktuellen Umfeld in vorherigen Krisen in der Regel als sicherer Hafen funktionierten.



Wenn man nun unterstellt, dass angesichts hoher Inflationsraten, steigender Leitzinsen und dramatisch ansteigender Staatsschulden Anleihen auch in Zukunft nicht so wie früher die Rolle des sicheren Hafens übernehmen können, kommt es umso mehr darauf an, dass Aktien keine negativen Überraschungen bereithalten. Und auch wenn wir Aktien und generell Sachwerte in Zeiten niedriger Realzinsen langfristig für alternativlos halten, muss das nicht bedeuten, dass temporär keine Rückschläge zu erwarten wären. Gründe für deutliche temporäre Kursrückgänge gäbe es viele. So bahnt sich nicht nur eine wirtschaftliche Stagnation (vielleicht sogar eine Rezession) in Verbindung mit hohen Inflationsraten an – auch die radikale (oder sollte man schon sagen: vollkommen übertriebene und unangemessene) chinesische Zero-Covid-Strategie mit aberwitzig anmutenden Lockdowns bringt erneut zusätzlichen Sand in das weltwirtschaftliche Getriebe. Als wenn das nicht genug wäre, erscheinen auch die Bewertungen an den Aktienmärkten eher teuer, wie unser Bewertungsmodell für die westlichen Aktienmärkte nahelegt. Außerdem sind die Gewinnschätzungen für dieses und das kommende Jahr vermutlich ein wenig zu optimistisch; zudem droht in Europa ein Lieferengpass für Gas, Öl und Kohle, wenn die russischen Lieferungen aus welchen Gründen auch immer eingestellt werden sollten. Wenn man ehrlich ist, muss man sich eingestehen, dass das kein vergnügungssteuerpflichtiges Umfeld für Aktien ist. Auf der anderen Seite darf man nicht in einen übertriebenen Pessimismus verfallen, da

extrem niedrige Realzinsen Aktien vor einem dramatischen Crash schützen dürften.



Trotzdem ist man in diesem Umfeld gut beraten zu überlegen, wie die Diversifikation verbessert werden kann, wenn Anleihen die Rolle als Diversifikator nicht mehr optimal darstellen können. Hier kommt man unweigerlich auf alternative Investments, und zwar in liquider wie illiquider Form. Auf der liquiden Seite bieten sich Fonds an, die den Anspruch haben, ohne größere Schwankungen und weitgehend unabhängig von klassischen Assetklassen Erträge zu erwirtschaften. Das hört sich leichter an, als es ist. Es gibt gar nicht so viele Fonds, die in der Vergangenheit dieses Leistungsversprechen hinreichend gut eingelöst haben. Und eine gute Wertentwicklung in der Vergangenheit ist noch lange kein Garant für eine erfreuliche Performance in der Zukunft. Dementsprechend vorsichtig hat hier eine Auswahl zu erfolgen. Das Gleiche gilt für nichtliquide alternative Investments im Bereich Private Equity, Venture Capital, Private Debt, Infrastruktur oder Immobilien. Nicht alles, was in Hochglanzprospekten versprochen wird, wird immer von diesen Produkten eingehalten werden.

Und trotzdem ist man gut beraten, sich die Mühe zu machen, auch hier Investmentmöglichkeiten zu prüfen. So existieren streng regulierte Vehikel wie beispielsweise der European Long Term Investment Fund (ELTIF), die auf den Erfahrungen und Fehlern vergangener Jahre fußen und einen guten Rahmen für Privatinvestoren bieten, Zugang zu diesen Märkten und Assetklassen zu erlangen. Dabei sollte nicht erwartet werden, dass eine optimale Asset Allocation aus liquiden und nicht liquiden Anlagen akademisch perfekt hergeleitet werden kann. Dafür existiert kein ausreichendes Datenmaterial. Angesichts der anstehenden Herausforderungen wäre es aber vermutlich ein Fehler, in diese Körbe gar keine Eier zu legen.

## Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum					
	14.04.2022 14:34	01.04.2022 -1 Woche	07.03.2022 -1 Monat	07.01.2022 -3 Monate	07.04.2021 -12 Monate	23.02.2022 Kriegsbeginn	31.12.2021 YTD
Dow Jones	34565	-0,7%	5,3%	-4,6%	3,3%	4,3%	-4,9%
S&P 500	4447	-2,2%	5,8%	-4,9%	9,0%	5,2%	-6,7%
Nasdaq	13644	-4,3%	6,3%	-8,7%	-0,3%	4,6%	-12,8%
Russell 2000	2025	-3,2%	3,8%	-7,1%	-8,9%	4,2%	-9,8%
DAX	14178	-1,9%	10,5%	-11,1%	-6,6%	-3,1%	-10,7%
MDAX	30709	-1,6%	8,3%	-12,2%	-5,5%	-3,7%	-12,6%
TecDAX	3230	-2,3%	7,8%	-12,9%	-6,2%	2,9%	-17,6%
EuroStoxx 50	3851	-1,7%	9,6%	-10,6%	-2,7%	-3,1%	-10,4%
Stoxx 50	3773	1,0%	11,1%	-1,1%	12,7%	3,1%	-1,2%
SMI (Swiss Market Index)	12467	2,4%	11,3%	-2,6%	12,0%	4,4%	-3,2%
FTSE 100	7587	0,6%	9,0%	1,4%	10,2%	1,2%	2,7%
Nikkei 225	27172	-1,8%	7,7%	-4,6%	-8,6%	2,7%	-5,6%
Brasilien BOVESPA	116782	-3,9%	4,6%	13,7%	-0,7%	4,3%	11,4%
Russland RTS	951	-8,0%	1,5%	-38,5%	-33,5%	-21,0%	-40,4%
Indien BSE 30	58339	-1,6%	10,4%	-2,4%	17,5%	1,9%	0,1%
China CSI 300	4192	-2,0%	-3,7%	-13,1%	-17,9%	-9,3%	-15,2%
MSCI Welt (in €)	2985	-0,8%	6,1%	-2,4%	13,2%	7,0%	-3,8%
MSCI Emerging Markets (in €)	1119	-0,7%	1,3%	-5,1%	-8,6%	-3,2%	-5,4%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>							
Bund-Future	155,86	-249	-1404	-1414	-1581	-1013	-1551
Bobl-Future	127,99	-76	-504	-483	-723	-299	-525
Schatz-Future	110,56	-16	-175	-143	-156	-114	-147
3 Monats Euribor	-0,45	13	13	13	10	8	14
3M Euribor Future, Dez 2022	0,38	8	48	-9963	93	0	1
3 Monats \$ Libor	0,99	2	34	75	79	49	78
Fed Funds Future, Dez 2022	2,28	-8	80	0	220	1	2
10-jährige US Treasuries	2,69	30	94	92	103	70	119
10-jährige Bunds	0,78	24	83	86	114	59	96
10-jährige Staatsanl. Japan	0,24	2	10	12	15	4	17
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,79	18	61	78	107	51	92
US Treas 10Y Performance	631,39	-2,4%	-7,6%	-7,4%	-6,7%	-5,6%	-9,6%
Bund 10Y Performance	613,30	-1,0%	-6,3%	-6,5%	-8,4%	-4,1%	-7,4%
REX Performance Index	465,94	-0,9%	-4,8%	-4,7%	-5,9%	-3,1%	-5,1%
IBOXX AA, €	1,45	10	47	91	126	36	96
IBOXX BBB, €	2,18	12	43	123	155	45	130
ML US High Yield	6,48	22	44	138	170	63	158
Wandelanleihen Exane 25	7369	0,0%	2,9%	-9,7%	-11,3%	-2,3%	-10,0%
<b>Rohstoffmärkte</b>							
S&P Commodity Spot Index	709,11	-1,7%	-11,8%	22,7%	50,9%	7,6%	26,4%
MG Base Metal Index	532,24	-0,6%	-8,6%	14,5%	34,1%	7,2%	15,4%
Rohöl Brent	107,25	2,6%	-12,9%	31,0%	69,5%	10,6%	36,8%
Gold	1972,71	2,3%	-0,4%	10,1%	13,2%	3,4%	8,2%
Silber	24,51	-1,0%	-3,7%	9,9%	-2,7%	0,0%	5,3%
Aluminium	3361,26	-2,2%	-9,9%	15,7%	50,0%	1,2%	19,8%
Kupfer	10314,50	-0,3%	0,6%	6,4%	15,6%	4,1%	5,9%
Eisenerz	154,67	-3,2%	-2,6%	22,5%	-8,6%	8,2%	37,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	2068	-12,3%	-7,5%	-9,7%	-2,8%	-7,8%	-6,7%
<b>Devisenmärkte</b>							
EUR/ USD	1,0874	-1,6%	-0,2%	-3,8%	-8,5%	-4,1%	-4,0%
EUR/ GBP	0,8292	-1,5%	0,2%	-0,8%	-3,9%	-0,7%	-1,2%
EUR/ JPY	136,36	0,7%	8,6%	4,2%	4,4%	4,4%	4,6%
EUR/ CHF	1,0184	-0,3%	1,1%	-2,3%	-7,8%	-2,4%	-1,4%
USD/ CNY	6,3688	0,1%	0,8%	-0,1%	-2,7%	0,9%	0,2%
USD/ JPY	123,94	1,2%	7,5%	7,2%	12,8%	7,8%	7,7%
USD/ GBP	0,7628	0,0%	0,2%	3,5%	5,2%	3,4%	3,3%

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 3282-2988  
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 Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.