



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

24. Mai 2018

Warum die italienischen Eskapaden ein Plädoyer für alternative Assets sind

Was haben die aktuellen Vorgänge in Italien mit der Sinnhaftigkeit nichtliquider bzw. alternativer Assets zu tun? Auf den ersten Blick gar nichts. Auf den zweiten Blick allerdings recht viel. Hier ist der Grund: Die designierte Regierung in Italien hat das Potenzial, an den liquiden Kapitalmärkten für Unruhe zu sorgen. Schon jetzt sind erste Schleifspuren an Renten- und Aktienmärkten zu beobachten, und es ist nicht ausgeschlossen, dass dies erst der Anfang einer Phase mit höheren Volatilitäten an den Märkten ist. Der Grund dafür liegt auf der Hand: Viele Überlegungen der sich formierenden Regierung sind so abstrus, dass sie eher einer Realsatire gleichen. Das gilt beispielsweise für die (inzwischen allerdings wieder relativierte) Forderung an die EZB, bei etwa zwei Drittel der von der EZB gekauften italienischen Anleihen auf eine Rückzahlung zu verzichten. Oder für die Überlegung, einen Teil der italienischen Rechnungen mit einer Art Parallelwährung zu zahlen. Unterhaltsam ist auch der Gedanke, zukünftig zwischen „guten“ und „schlechten“ Schulden zu unterscheiden und diverse Regeln und Grenzen nur für die „schlechten“ Schulden gelten zu lassen. Gerade weil die Forderungen und Überlegungen der populistischen Koalition so weit von jeder Realität entfernt sind, fällt es schwer, sie überhaupt ernst zu nehmen. Auch wenn politische Börsen meistens kurze Beine haben – in solchen Situationen braucht man als Investor, der ausschließlich in liquide Assets investiert ist, Nerven wie Drahtseile.

Dieser aktuelle Vorgang in Italien ist daher ein nahezu perfektes Beispiels dafür, warum es sinnvoll ist, sein Vermögen nicht nur in liquide Assets, sondern auch in nichtliquide Assets zu investieren. Denn während der

Preis für liquide Wertpapiere jede Millisekunde durch Angebot und Nachfrage bestimmt wird und damit immer auch Irrationalitäten und dementsprechenden Verwerfungen unterliegt, spielen solche Einflussgrößen bei nichtliquiden Assets per Definition keine maßgebliche Rolle, da hier keine kontinuierliche Bewertung zu Marktpreisen erfolgt. Oder anders ausgedrückt: Wer in alternativen bzw. nichtliquiden Assets investiert ist, kann sich entspannt zurücklehnen, wenn in Italien mal wieder darüber nachgedacht wird, die Spielregeln der Eurozone neu auszuloten. Da zudem der Investmenthorizont für nichtliquide Assets nicht selten zehn oder mehr Jahre beträgt, sind bei derartigen Investments sogar taktische Überlegungen weitgehend hinfällig. Wichtiger als der Zeitpunkt der Investitionsentscheidung ist die grundsätzliche Allokationsstruktur (welcher Teil des Vermögens wird in Private Equity oder Immobilien investiert) sowie die konkrete Auswahl der Produkte, in die investiert wird.

Was auf den ersten Blick logisch klingt und auch tatsächlich logisch ist, kann trotzdem nicht leicht mit empirischen Daten bewiesen werden. Das liegt in der Natur der Sache – während für Wertpapiere und Assetklassen nahezu unendlich viele Daten vorliegen und Portfolioeffekte mit höchster Präzision bestimmt werden können, ist genau das bei nichtliquiden Assets nicht der Fall. Zum einen gibt es nicht „die“ Immobilie oder „die“ Private-Equity-Investition. Während die statistischen Eigenschaften eines europäischen Aktienportfolios hinlänglich bekannt sind, kann z.B. ein Portfolio von Immobilien je nach Region und Nutzungsart komplett andere Eigenschaften aufweisen. Generell gilt, dass die

Konjunktur und Strategie

Eigenschaften nichtliquider Assets in aller Regel zudem deutlich heterogener sind als die liquider Assets. Deshalb muss gerade bei nichtliquiden Assets eine Selektion besonders vorsichtig erfolgen. Zum anderen existieren oft einfach keine belastbaren Daten auf Tages-, Monats- oder sogar Jahresbasis, denn für eine kontinuierliche Bewertung besteht kein Anlass. Die Zahlen wären zudem auch nur bedingt belastbar, da ja in den meisten Fällen und zu den meisten Zeitpunkten keine Transaktionen und damit auch keine tatsächlich belastbaren Preise vorliegen.

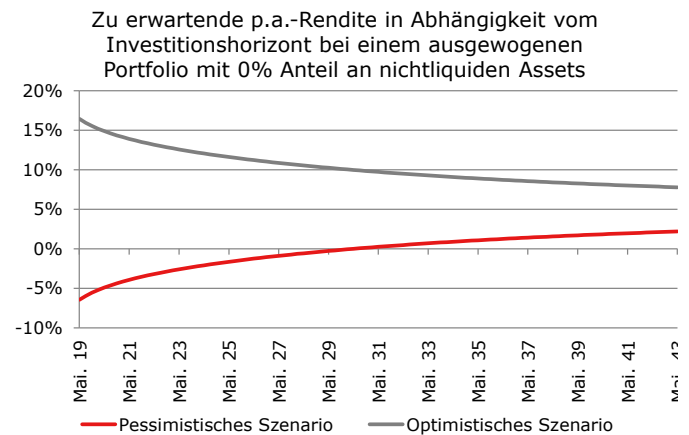
Trotz dieser Hürden haben wir überlegt, wie auf seriöse Weise der Portfolioeffekt einer Beimischung nichtliquider Assets bestimmt werden kann. Als Referenzportfolio dient dazu unsere liquide „Standardstrategie“ mit 60% Aktien und 40% Anleihen. Sowohl Aktien als auch Anleihen sind dabei hochdiversifiziert und global investiert. Diese Strategie weist eine zu erwartende Rendite von 5% auf, wobei unsere Simulationen nahelegen, dass der maximale Draw-Down in einer solchen Portfoliostruktur im Extremfall (i.d.R. mit einer Dauer von mehr als einem Jahr) bei knapp 27% läge.

Rendite- und Risikokennzahlen ausgewogenes Portfolio mit 0% nichtliquiden Assets		Wert
Rendite		5,0%
Max. Draw Down		-26,6%
Volatilität		11,5%
VAR 95% in einem Jahr		-12,0%
CVAR		-15,7%

Interessant ist zudem die Betrachtung, welche p.a.-Rendite im besten und im schlechtesten Fall in Abhängigkeit von dem Investmenthorizont zu erwarten wäre. Würde beispielsweise ein Kunde heute in ein derartiges Portfolio investieren, legen unsere Simulationen nahe, dass die Rendite mit einer Wahrscheinlichkeit von 90% in einem Jahr nicht unter -6% läge, während sie mit einer Wahrscheinlichkeit von 90% nicht über 17% läge.

Es existiert demnach über den kurzen Investmenthorizont von einem Jahr eine extreme Spannweite an möglichen Ergebnissen, die sich (wie im Trichter der nebenstehenden Grafik zu erkennen ist) mit zunehmender Investitionsdauer verengt. Wer beispielsweise über das Jahr 2040 hinaus in eine derartige Strategie investiert, dürfte mit einer p.a.-Rendite zwischen 2% und 8% rechnen. Im Jahr 2029 wäre auf Basis unserer Simulationen der Zeitpunkt erreicht, bei dem man selbst bei einem extrem negativen Verlauf zumindest mit einer Rendite von Null rechnen könnte. Es stellt sich nun die Frage, ob durch Beimischung nichtliquider Assets eine Verbesserung dieser Kennzahlen erreicht werden kann.

Diese Frage lässt sich nicht auf triviale Weise beantworten, da – wie schon gesagt – keine hinreichend guten und vor allem repräsentativen Daten mit ausreichender Frequenz für nichtliquide Assets vorliegen.



Um trotzdem zu sinnvollen Antworten zu gelangen, mussten wir Annahmen treffen. Zu diesen Annahmen gehört einerseits eine Renditeerwartung für die verwendeten Assetklassen, andererseits aber auch Annahmen hinsichtlich der Volatilität der Preise (wenn sie denn täglich am Markt bewertet werden würden) sowie die Korrelationen dieser Preise zu anderen liquiden Assetklassen. So haben wir beispielsweise bei Private Equity eine extrem hohe Korrelation zu Aktien sowie eine hohe Volatilität unterstellt, während wir bei Immobilien von einer geringeren Korrelation zu anderen Assetklassen sowie geringeren Volatilitäten ausgehen.

Auf Basis dieser Annahmen wurden von uns viele Tausend mögliche „Pfade“ der Wertentwicklung simuliert und ausgewertet. In einem ersten Schritt haben wir unser liquides „Standardportfolio“ auf ein Gewicht von 75% im Gesamtportfolio gesenkt und 15% Immobilien sowie 5% (klassisches) Private Equity und 5% Venture Capital beigemischt. Das resultierende Ergebnis kann der unten stehenden Tabelle entnommen werden.

Die Rendite steigt marginal an, die Volatilität geht leicht zurück, und der maximal zu erwartende Draw-Down sinkt spürbar. Auch die „übliche“ Risikokennzahl zur Beschreibung eines Worst-Case-Szenarios innerhalb einer Zwölfmonatsperiode (VAR mit 95% Konfidenzintervall) sinkt spürbar. Kritiker mögen an dieser Stelle einwenden, dass diese Kennzahl mit Vorsicht zu genießen ist, da sie nur 95% aller Fälle abdeckt und damit keine Aussage darüber trifft, was passiert, wenn man es mit den fünf Prozent der Fälle zu tun bekommt, die noch schlechter ausgehen. Schließlich würde auch kein Kunde ein Auto kaufen, das nur an 95 von 100 Tagen

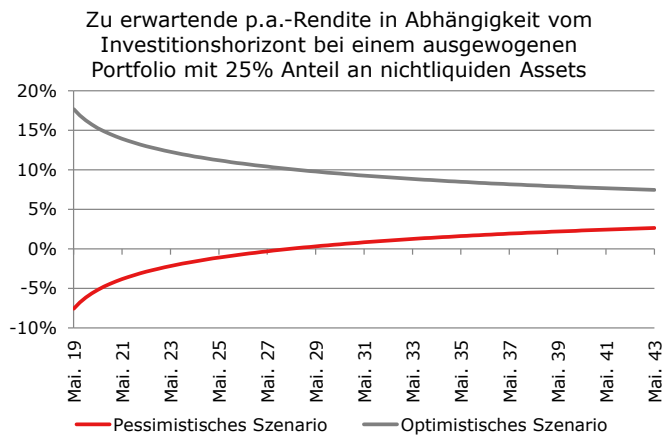
Konjunktur und Strategie

die zugesicherten Eigenschaften aufweist, aber an 5 von 100 Tagen extreme Pannen hat.

Aus diesem Grund haben wir als weitere Kennzahl den sog. CVAR aufgeführt; er beschreibt den Erwartungswert für einen Kursrückschlag innerhalb von zwölf Monaten für den Fall, dass man es tatsächlich mit den fünf Prozent der besonders extremen Fälle zu tun bekommt, in denen so ziemlich alles schiefgeht. Exemplarisch sei hier das Jahr 2008 genannt, in dem Wirtschafts- und Finanzkrise zusammenfielen. Aber auch bei dieser Kennzahl schneidet das Portfolio mit einer moderaten Beimischung von nichtliquiden Assets nochmal besser ab.

Rendite- und Risikokennzahlen ausgewogenes Portfolio mit 25% nichtliquiden Assets		Wert
Rendite		5,1%
Max. Draw Down		-23,2%
Volatilität		10,6%
VAR 95% in einem Jahr		-10,7%
CVAR		-14,1%

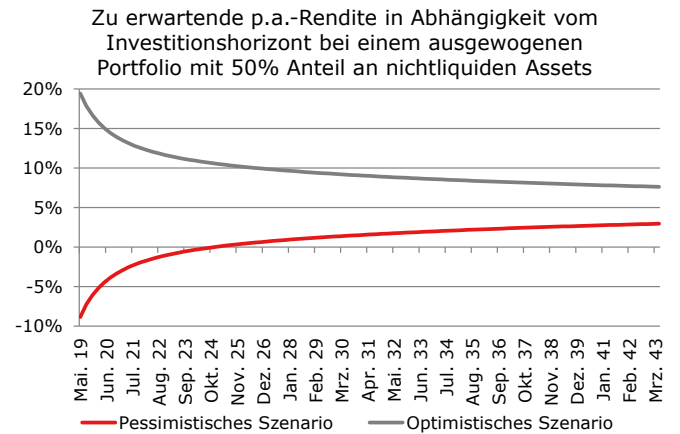
Interessant ist zudem der Blick auf die Trichtergrafik: Durch die Beimischung wird der Trichter enger. Die Beimischung von nichtliquiden Assets führt also zu einer höheren „Verlässlichkeit“ und Planbarkeit im Erreichen einer langfristigen Zielrendite.



Wenn sich eine Beimischung von 25% nichtliquider Assets schon so positiv auswirkt, wie sinnvoll wäre dann eine Beimischung von 50%? Auch diese Frage lässt sich mit unserer Vorgehensweise gut beantworten. Dazu haben wir das liquide ausgewogene Standardportfolio auf 50% reduziert, den Anteil von Immobilien auf 30% ausgeweitet und auch die Private-Equity-Beteiligungen sowie die Venture-Capital-Investments auf jeweils zehn Prozent verdoppelt. Wie sich zeigt, verbessern sich die Rendite- und Risikokennzahlen abermals. Das zeigt sich auch wiederum in der Trichtergrafik. Hier verläuft der Trichter noch enger. Selbst im Worst-Case-Szenario wird eine zu erwartende Nullren-

dite schon im Jahr 2024 erreicht und nicht erst im Jahr 2031, was der Fall im rein liquiden Portfolio wäre.

Rendite- und Risikokennzahlen ausgewogenes Portfolio mit 50% nichtliquiden Assets		Wert
Rendite		5,3%
Max. Draw Down		-21,0%
Volatilität		9,3%
VAR 95% in einem Jahr		-9,0%
CVAR		-12,5%



Wer in Zeiten extrem tiefer Zinsen immer noch eine attraktive Rendite anstrebt, kommt an nichtliquiden Assets nicht vorbei, wenn gleichzeitig Risikoaspekte eine Rolle spielen. Denn die Beimischung nichtliquider Assets erhöht die zu erwartende Rendite leicht, und die Wahrscheinlichkeit, diese Rendite nur mit geringer Streuung zu erreichen, steigt sogar dramatisch an. Bei einem sehr großen Vermögen wäre daher davon auszugehen, dass selbst eine Beimischung von bis zu 50% nichtliquider Assets im Einzelfall sinnvoll sein könnte. Wer einer stärkeren Beimischung nichtliquider Assets kritisch gegenübersteht, sollte sich in diesem Zusammenhang die Allokation großer Stiftungen oder großer Staatsfonds anschauen. Dort besteht schon lange der Trend, nichtliquide Assets beizumischen. Auch hier ist die Motivation neben einer leichten Anhebung der zu erwartenden Rendite vor allem die Risikoebene: Es geht darum, die Wertentwicklung zu glätten und die angepeilte Rendite langfristig mit einer höheren Trefferquote zu erreichen.

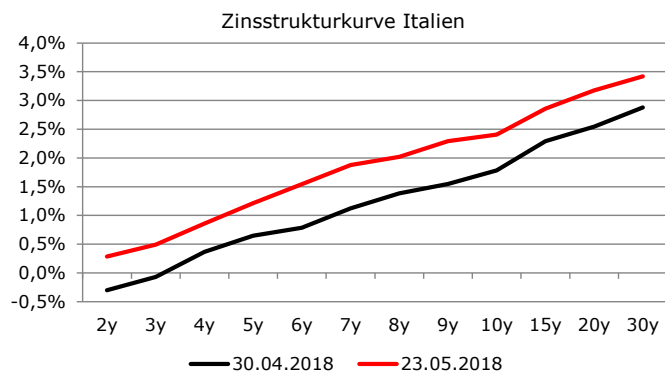
Dabei kann natürlich nicht oft genug gesagt werden, dass nicht jede beliebige Form der Mischung von nichtliquiden Assets Sinn macht. Daneben ist die Selektion geeigneter Produkte gerade bei nichtliquiden Assets von höchster Bedeutung für den Erfolg. Aus diesem Grund ist für Investoren sinnvoll, gerade in diesem Bereich mit einem erfahrenen Partner zusammenzuarbeiten. Dann steht einem gut austarierten Portfolio aus liquiden und nichtliquiden Assets nichts mehr im Wege.

Wochenausblick für die Zeit vom 28. Mai bis 1. Juni 2018

	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Veröffentlichung
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	-1,0%	-0,6%	-0,2%	-0,6%	0,4%		30. Mai
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,6%	-0,7%	0,5%	0,4%	0,0%	0,3%	30. Mai
D: vorl. Inflationsrate, y/y	1,7%	1,6%	1,4%	1,6%	1,6%	2,0%	30. Mai
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-29	-24	-21	-18	-7	-15	30. Mai
D: Arbeitslosenquote	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%	30. Mai
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	63,3	61,1	60,6	58,2	58,1	56,8	1. Juni
E-19: M3, y/y	4,6%	4,6%	4,2%	3,7%	3,9%		29. Mai
E-19: Geschäftsklima	1,6	1,56	1,48	1,44	1,35	1,3	30. Mai
E-19: Wirtschaftsvertrauen	115,3	115,1	114,4	112,7	112,7	112,2	30. Mai
E-19: Konsumentenvertrauen, final	0,5	1,4	0,1	0,1	0,3	0,2	30. Mai
E-19: Industrievertrauen	9,6	9,8	8,8	7	7,1	6,9	30. Mai
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	1,4%	1,3%	1,1%	1,3%	1,2%	1,5%	31. Mai
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%	8,4%		31. Mai
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	60,6	59,6	58,6	56,6	56,2	55,5	1. Juni

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Flucht aus Italien



Die Investoren verabschieden sich aktuell fluchtartig aus italienischen Staatsanleihen. Lagen z.B. die Renditen für 2-jährige Staatspapiere aus Italien Anfang Mai noch unter -0,3%, so betragen sie mittlerweile gut +0,2%. Anleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit rentierten Anfang Mai noch bei ca. 1,75% - aktuell liegt die Rendite bei rund 2,3%. Diese Flucht aus italienischen Staatspapieren wurde ausgelöst durch die Berichterstattung über die Koalitionsverhandlungen zwischen den beiden populistischen Parteien in Italien. Die Medienkolportierten, dass die Lega und die Fünf-Sterne-Bewegung sowohl über einen Schuldenerlass als auch über einen EU-Austritt gesprochen hätten. Dies wurde zwar von Vertretern beider Parteien umgehend dementiert, aber die Marktteilnehmer konnte dies nicht beruhigen. Es scheint sich die Einsicht durchzusetzen, dass die Koalition von links- und rechtsgerichteten Populisten sowohl innen- als auch europapolitisch erhebliche Risi-

ken birgt. Vor diesem Hintergrund ist es aus unserer Sicht wichtig, sich darüber Gedanken zu machen, wie es politisch in Italien weitergeht. Es lassen sich unterschiedliche Szenarien entwickeln, mit divergenten Auswirkungen auf den italienischen Rentenmarkt. Den verschiedenen Szenarien auf Basis der aktuell verfügbaren Informationen Wahrscheinlichkeiten beizumessen und damit ein Basisszenario zu entwickeln, halten wir jedoch für unseriös. Man muss sich allerdings bewusst sein, dass sich im Falle einer Fortsetzung des eingeschlagenen Konfrontationskurses und des negativen Newsflows aus Italien die Renditen für italienische Staatspapiere noch weiter erhöhen können. Wir empfehlen daher risikoaversen Investoren, die aktuell in italienischen Staatsanleihen engagiert sind, sich selbst nach dem aktuell erfolgten deutlichen Rückgang der Kurse noch von ihren Positionen zu trennen.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	24.05.2018	17.05.2018	23.04.2018	23.02.2018	23.05.2017	29.12.2017
Aktienmärkte	16:57	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	24627	-0,4%	0,7%	-2,7%	17,6%	-0,4%
S&P 500	2716	-0,1%	1,7%	-1,1%	13,3%	1,6%
Nasdaq	7426	0,6%	4,2%	1,2%	21,0%	7,6%
DAX	12804	-2,4%	1,8%	2,6%	1,1%	-0,9%
MDAX	26478	-1,3%	1,6%	0,5%	5,8%	1,1%
TecDAX	2792	-0,5%	5,5%	7,3%	24,8%	10,4%
EuroStoxx 50	3518	-2,1%	0,1%	2,2%	-2,1%	0,4%
Stoxx 50	3117	-1,6%	2,0%	1,9%	-3,7%	-1,9%
SMI (Swiss Market Index)	8757	-2,6%	-0,6%	-2,1%	-3,4%	-6,7%
FTSE 100	7734	-0,7%	4,5%	6,8%	3,3%	0,6%
Nikkei 225	22437	-1,8%	1,6%	2,5%	14,4%	-1,4%
Brasilien BOVESPA	79342	-5,1%	-7,3%	-9,1%	26,6%	3,8%
Russland RTS	1172	-0,8%	2,4%	-9,9%	6,9%	1,5%
Indien BSE 30	34663	-1,4%	0,6%	1,5%	14,2%	1,8%
China Shanghai Composite	3155	0,0%	2,8%	-4,1%	3,0%	-4,6%
MSCI Welt (in €)	2123	0,6%	5,7%	4,1%	6,6%	3,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	1133	-0,2%	2,2%	-2,2%	8,0%	0,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	163,14	527	534	366	227	146
Bobl-Future	131,72	91	106	71	14	11
Schatz-Future	112,04	15	19	9	-9	7
3 Monats Euribor	-0,32	0	1	1	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,29	0	2	-3	-19	0
3 Monats \$ Libor	2,33	0	-3	37	114	64
Fed Funds Future, Dez 2018	2,13	-9	-6	7	60	0
10-jährige US Treasuries	2,96	-17	-2	8	67	55
10-jährige Bunds	0,46	-17	-17	-14	6	4
10-jährige Staatsanl. Japan	0,05	-1	-1	-1	0	0
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,04	-10	-10	0	15	16
US Treas 10Y Performance	557,10	1,0%	-0,2%	-0,5%	-3,6%	-4,2%
Bund 10Y Performance	607,27	1,3%	1,3%	1,6%	0,7%	0,0%
REX Performance Index	480,86	0,5%	0,5%	0,9%	-0,2%	0,0%
IBOXX AA, €	0,82	-6	-5	8	5	14
IBOXX BBB, €	1,57	2	11	23	16	34
ML US High Yield	6,54	2	11	6	58	39
JPM EMBI+, Index	794	0,7%	-2,1%	-2,3%	-3,2%	-5,0%
Wandelanleihen Exane 25	7437	0,0%	0,4%	1,2%	3,0%	0,5%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	445,23	0,4%	0,2%	0,5%	2,7%	3,0%
MG Base Metal Index	349,69	-0,3%	-3,4%	-3,1%	19,2%	-2,5%
Rohöl Brent	79,03	-1,8%	6,6%	18,0%	46,2%	18,6%
Gold	1305,37	1,3%	-1,4%	-1,7%	3,6%	0,1%
Silber	16,41	-0,4%	-1,4%	-0,8%	-4,0%	-3,5%
Aluminium	2262,00	-1,8%	-1,5%	4,3%	16,6%	0,3%
Kupfer	6841,50	-0,2%	-0,8%	-3,1%	20,1%	-5,1%
Eisenerz	66,35	-1,4%	1,8%	-14,0%	7,2%	-6,9%
Frachtraten Baltic Dry Index	1162	-11,0%	-11,0%	-1,9%	22,4%	-14,9%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1717	-0,7%	-4,3%	-4,7%	4,5%	-2,3%
EUR/ GBP	0,8766	0,4%	0,1%	-0,4%	1,3%	-1,2%
EUR/ JPY	127,75	-2,2%	-3,5%	-2,7%	2,5%	-5,4%
EUR/ CHF	1,1609	-1,8%	-2,8%	0,9%	6,4%	-0,8%
USD/ CNY	6,3762	0,1%	1,0%	0,6%	-7,5%	-2,0%
USD/ JPY	110,08	-0,6%	1,3%	3,0%	-1,5%	-2,3%
USD/ GBP	0,7482	1,0%	4,4%	4,5%	-2,9%	1,2%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
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

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@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.