

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

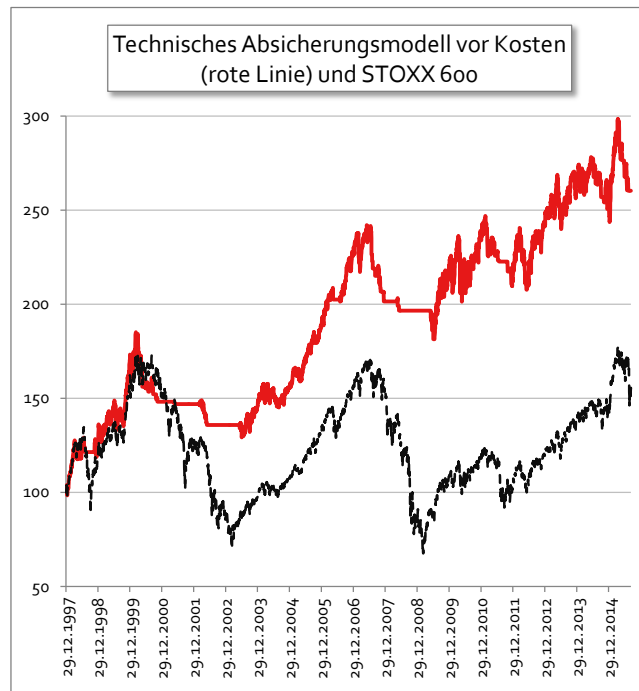
Gibt es einen Schutz vor Schwarzen Schwänen?

Wenn Investoren von Schwarzen Schwänen sprechen, ist i.d.R. weniger von zoologischen Besonderheiten die Rede, sondern von extremen und sehr untypischen Bewegungen an der Börse. Ursprünglich ist der Begriff des Schwarzen Schwans von Karl Popper im Rahmen wissenschaftstheoretischer Überlegungen eingeführt worden. Dabei ging es um die Frage, inwieweit Theorien durch einzelne (wenn auch extrem seltene) Ereignisse falsifiziert werden können. In das allgemeine Bewusstsein kam der Begriff aber eher, nachdem sich Nassim Nicholas Taleb in verschiedenen Büchern<sup>1</sup> mit der Natur extremer Bewegungen an Finanzmärkten auseinandergesetzt hatte. Dabei vertritt er letztlich immer wieder die These, dass gerade sog. „Schwarze-Schwan-Ereignisse“ mehr oder weniger aus dem Nichts heraus passieren und damit nicht antizipierbar sind.

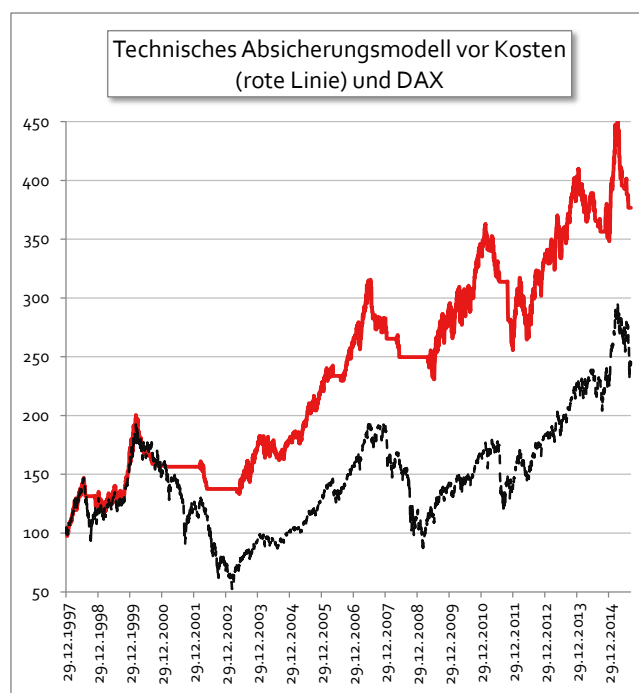
Zum Teil ist die Argumentation nachvollziehbar, denn im Fall von Naturkatastrophen oder terroristischen Angriffen ist eine Prognostizierbarkeit per Definition ausgeschlossen. Aber Taleb geht noch weiter: Es hält das Instrumentarium von Investoren und Analysten für viel zu begrenzt, um damit Prognosen mit hinreichender Treffsicherheit abliefern zu können. Für ihn sind „Schwarze Schwäne“ an den Kapitalmärkten grundsätzlich eher Zufallsereignisse.

Wir teilen diese eher pessimistische Sichtweise nicht in jedem Punkt. Zwar sollte man sich nicht der Illusion hingeben, historische oder gegenwärtige Ereignisse immer hinreichend genau verstehen zu können, aber in den letzten Jahren und Jahrzehnten sind viele Krisen eben nicht komplett unerwartet „vom Himmel gefallen“, sondern haben sich so entwickelt, dass ein aufmerksamer Beobachter durchaus rechtzeitig sinnvolle Rückschlüsse ziehen und Handlungsalternativen aufbauen konnte. Trotzdem würden auch wir der These zustimmen, dass es prinzipiell keine perfekte Versicherung gegen „Schwarze-Schwan-Ereignisse“ geben kann – das liegt in der Natur der Sache. Aber könnte es nicht vielleicht ein technisches Modell geben, das einen vor den schlimmsten Auswirkungen eines Schwarzen Schwans schützt, indem es bei extremen Ereignissen den Investitionsgrad reduziert? Eine solche Methode hätte sicher den Nachteil, dass damit zwangsläufig Verluste realisiert werden, jedoch könnte u.U. gleichzeitig eine noch schlimmere Entwicklung verhindert werden. Ein solches Modell wäre rein konzeptionell recht einfach zu konstruieren. Wenn ein Schwarzer Schwan darin besteht, dass ein unvorhersehbares Ereignis zu starken Kursrückgängen führt, müsste ein solches Modell ab einem gewissen Punkt wie bei einem Stop-Loss ein Verkaufssignal generieren, aber bei einer folgenden Kurserholung dem Investor auch schnell wieder ein Kaufsignal geben. Wir haben eine derartige Strategie für den STOXX 600 (und damit dem breiten europäischen Aktienmarkt) getestet, indem wir über verschiedene gleitende Zeiträume den jeweiligen Draw-Down

gegenüber einem zuvor erreichten Höchststand errechnen und diesen in Standardabweichungen ausweisen. Wenn man nun dem Modell die Vorgabe macht, bei Draw-Downs von über 2 Standardabweichungen (das entspricht bei einer unterstellten Normalverteilung einem Ereignis, welches nur in 5% aller Tage eintreten sollte) Aktien zu verkaufen, aber bei Überschreiten der Marke von unten nach oben auch wieder zu kaufen, dann ergäbe sich vor Kosten auf den ersten Blick ein sehr attraktives Performanceprofil.

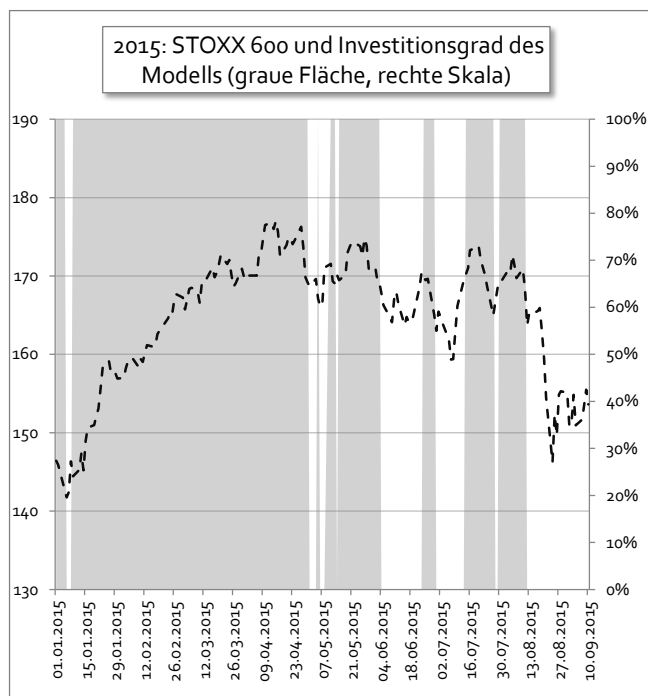
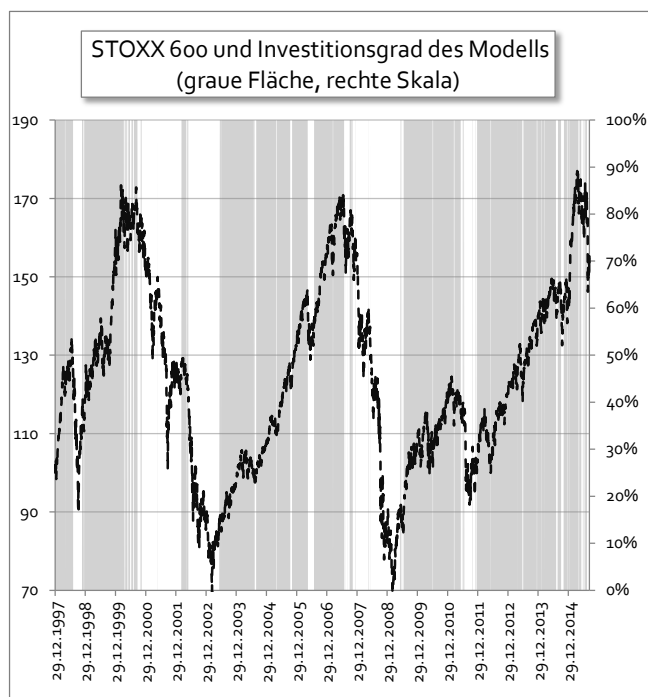


Ähnlich gut sieht auf den ersten Blick das vergleichbare Modell für den DAX aus.



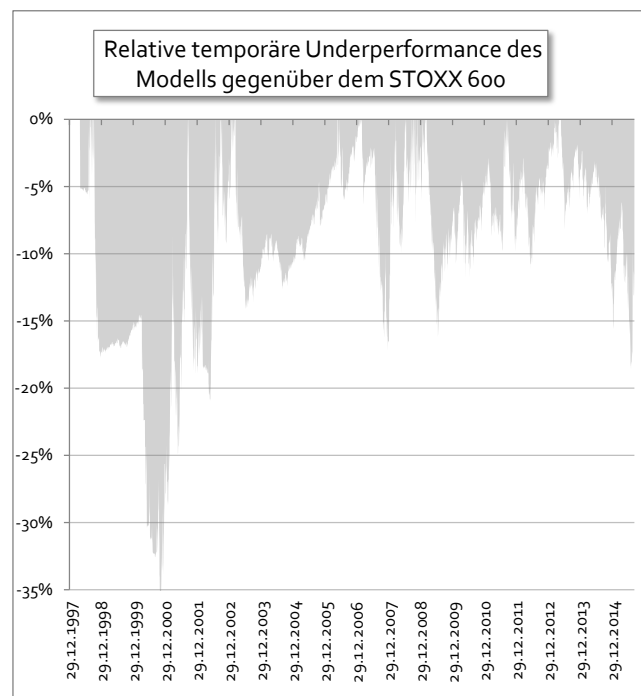
<sup>1</sup> Siehe z.B. Taleb (2010): *Der Schwarze Schwan – Konsequenzen aus der Krise*

Allerdings sollte man nicht glauben, dass mit einer derartigen Vorgehensweise alle Probleme gelöst sind. Was über einen langen Zeitraum sehr gut aussieht, entpuppt sich bei näherem Hinsehen als zumindest zeitweise problematisch. Dazu muss man sich die Verteilung der Signale genauer anschauen. Auch wenn tatsächlich einige sehr scharfe Rückgänge an den Aktienmärkten „abgeschnitten“ werden konnten (gut zu erkennen an den Perioden 2000-2002 und 2007-2008), so musste für diese Art der Absicherung ein hoher Preis in Form von Fehlsignalen bezahlt werden.



Diese Fehlsignale führen wiederum zu einer temporär sehr starken Underperformance gegenüber einer Strategie, die immer zu 100% in den Aktienmarkt investiert gewesen wäre. Dies mag zunächst kontraintuitiv erscheinen, da die

Wertentwicklung in den Abbildungen eine fast konstante Outperformance zu produzieren scheint. Hier zeigt sich aber wieder einmal, dass man nicht von einer guten kumulierten Wertentwicklung auf eine konstante Outperformance schließen darf. Nach unseren Berechnungen gab es Perioden, in denen unser Absicherungsmodell um eine bis zu 35 Prozent (!) schlechtere Wertentwicklung aufwies als ein konstantes Vollinvestment. Langfristig wurden zwar alle diese Rückstände aufgeholt und überkompensiert, jedoch braucht man als Investor viel Geduld und Verständnis für diese Vorgehensweise, wenn man temporär derart schlecht abschneidet.



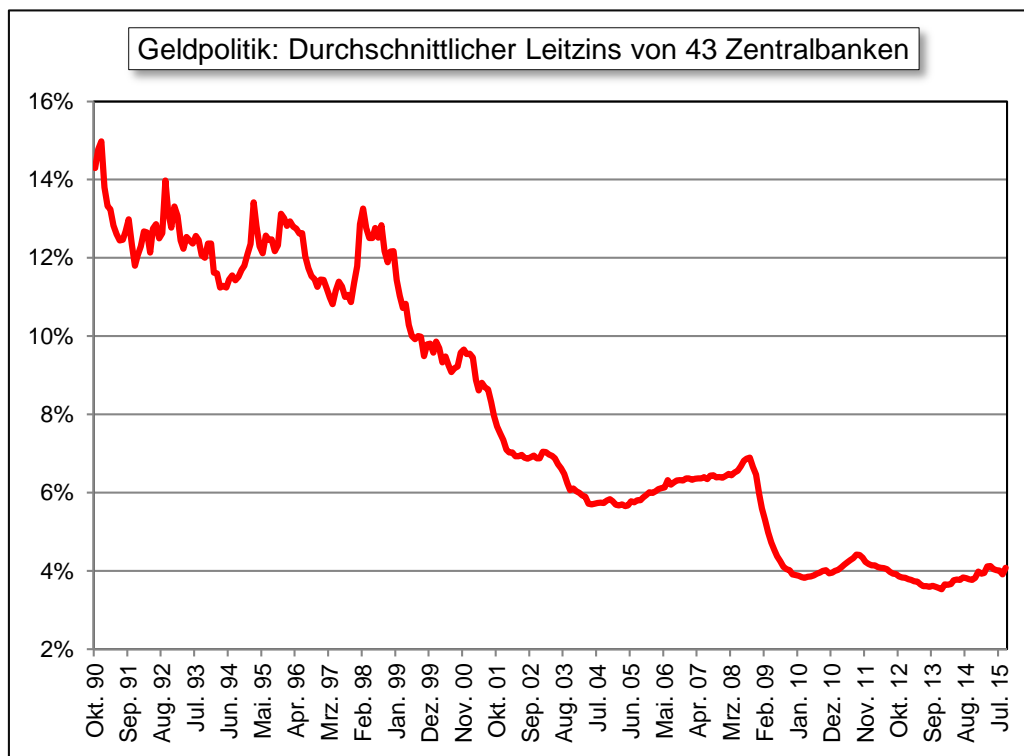
Zur Verteidigung eines solchen Absicherungskonzeptes muss allerdings auch gesagt werden, dass durchaus ein großer Raum für Optimierungen besteht. Wir haben hier – um Datamining und Curvefitting komplett zu vermeiden – mit einfachsten und grundlegendsten Einstellungen gearbeitet. Es gäbe aber durchaus Methoden, Optimierungen vorzunehmen, ohne sich dem Vorwurf des Curvefittings auszusetzen. Aber auch dann würde sich nichts an der Grundaussage ändern, wonach ein derartiges Modell in einer Krisensituation seine Aufgabe erfüllt und den Schwanz etwas weniger Schwarz erscheinen lässt. Wer damit leben kann, eine (vergleichsweise hohe) Versicherungsprämie zu zahlen und einen extrem stark schwankenden Investitionsgrad zu akzeptieren, um im Extremfall einen gewissen Schutz zu genießen, ist damit gut aufgehoben. Wir raten allerdings dazu, eine solche technische Modellwelt nicht isoliert zu nutzen, sondern in ein System aus fundamentalen Modellen und Überlegungen einzubetten. Damit steigt die Chance, die Anzahl von Fehlsignalen weiter zu minimieren und u.U. schon etwas früher die „Reißleine“ zu ziehen. Vor allem aber gilt es, Portfoliostrukturen aufzubauen, die schon in sich vergleichsweise gut austariert und krisenfest sind. Dann verliert ein Schwarzer Schwanz selbst dann seinen Schrecken, wenn er mit voller Wucht zuschlägt, ohne als solcher vorher erkannt oder antizipiert worden zu sein.

Wochenausblick für die Zeit vom 21. bis 25. September 2015

	Mai	Jun	Jul	Aug	Sept	Okt	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	0,0%	-0,1%	0,0%	-0,3%			21. September
D: Produzentenpreise, y/y	-1,3%	-1,4%	-1,3%	-1,5%			21. September
D: Einkaufsmanagerindex Ver. Gew.	52,1	51,1	51,9	53,3	52,8		23. September
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	54,0	53,0	53,8	54,9	54,7		23. September
D: Ifo Geschäftsklimaindex, sa.	108,5	107,5	108,0	108,3	108,3		24. September
D: GfK Konsumklima	10,1	10,2	10,1	10,1	9,9	9,7	24. September
E-19: Konsumentenvertrauen	-5,6	-5,6	-7,1	-6,8	-7,1		22. September
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,0	52,2	52,5	52,3	52,0		23. September
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	54,1	53,8	54,4	54,4	54,2		23. September
E-19: Geldmenge M3, y/y	5,0%	5,0%	5,3%	6,0%			25. September

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Geldpolitik bleibt expansiv



Vor fast genau 8 Jahren, am 15. September 2008, ging die US-amerikanische Investmentbank Lehman Brothers Pleite. Die daraus resultierende globale Finanz- und Wirtschaftskrise konnte nur mit Hilfe einer weltweit äußerst expansiven Geld- und Fiskalpolitik eingedämmt werden. Ein starker Anstieg der Staatsverschuldung sowie niedrigste Zinsen in vielen Ländern der Welt sind die Resultate, die die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen bis heute kennzeichnen. Die US-Notenbank senkte im Dezember 2008 ihren Leitzins auf 0 bis 0,25%, wo er bislang verharrte. Die Spannung, ob die Fed nun erstmals seit langem die Zinsen wieder anheben wird, war selten größer. Wichtiger als die Zinsentscheidung selbst ist unseres

Erachtens aber die damit verbundene Begründung und der zu erwartende weitere Verlauf der Geldpolitik. Selbst wenn die Fed die Zinsen erhöht, spricht viel dafür, dass die globale Niedrigzinsphase dennoch anhalten wird. Angesichts der gesunkenen Rohstoffpreise und der weiterhin nur verhalten wachsenden Weltwirtschaft zeichnet sich nach wie vor kein deutlicher Anstieg der Inflationsraten ab. Insofern verwundert es nicht, dass viele Zentralbanken in diesem Jahr die Zinsen gesenkt haben. Auch wenn der Fokus der Kapitalmärkte auf der US-Notenbank liegt, sollte man nicht übersehen, dass die globale Geldpolitik auch in diesem Jahr wieder expansiver geworden ist.

	Stand	Veränderung zum			
	17.09.2015 16:21	10.09.2015 -1 Woche	14.08.2015 -1 Monat	16.06.2015 -3 Monate	31.12.2014 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	16740	2,5%	-4,2%	-6,5%	-6,1%
S&P 500	1995	2,2%	-4,6%	-4,8%	-3,1%
Nasdaq	4889	1,9%	-3,1%	-3,3%	3,2%
DAX	10227	0,2%	-6,9%	-7,4%	4,3%
MDAX	19743	-0,1%	-4,7%	0,1%	16,6%
TecDAX	1755	1,5%	-0,3%	7,0%	28,0%
EuroStoxx 50	3252	1,0%	-6,9%	-5,9%	3,3%
Stoxx 50	3100	1,2%	-6,8%	-6,6%	3,2%
SMI (Swiss Market Index)	8871	1,1%	-5,1%	-1,1%	-1,2%
Nikkei 225	18172	-0,7%	-11,4%	-10,3%	4,1%
Brasilien BOVESPA	48553	4,4%	2,2%	-9,6%	-2,9%
Russland RTS	837	4,6%	0,3%	-14,4%	5,9%
Indien BSE 30	25964	1,3%	-7,5%	-2,7%	-5,6%
China Shanghai Composite	3152	-1,4%	-20,5%	-35,5%	-2,5%
MSCI Welt (in €)	1654	1,4%	-5,6%	-6,3%	4,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	823	1,9%	-5,2%	-14,9%	-7,0%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	153,76	-97	-90	233	-211
Bobl-Future	128,48	-22	-204	-74	-180
Schatz-Future	111,27	-2	-11	5	17
3 Monats \$ Libor	0,34	0	2	5	8
10-jährige US Treasuries	2,30	8	10	-1	13
10-jährige Bunds	0,78	8	12	-3	24
10-jährige JGB	0,35	2	-3	-13	2
US Treas 10Y Performance	558,99	-0,7%	-0,8%	0,6%	0,2%
Bund 10Y Performance	570,13	-0,8%	-1,1%	0,8%	-1,3%
REX Performance Index	469,96	-0,2%	-0,8%	0,4%	-0,4%
Hypothekenzinsen USA	3,90	0	-4	-14	7
IBOXX AA, €	1,42	9	22	10	53
IBOXX BBB, €	2,24	12	28	19	45
ML US High Yield	7,51	6	11	76	56
JPM EMBI+, Index	703	0,6%	0,6%	1,4%	1,6%
Wandelanleihen Exane 25	6695	0,0%	-1,8%	-0,9%	3,6%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	396,89	0,2%	-1,2%	-5,5%	-11,3%
MG Base Metal Index	254,61	-1,1%	1,7%	-8,6%	-16,2%
Rohöl Brent	46,61	-3,9%	-5,9%	-25,6%	-18,7%
Gold	1120,74	0,9%	0,5%	-4,9%	-5,5%
Silber	14,89	1,3%	-2,3%	-6,8%	-5,5%
Aluminium	1611,50	-0,4%	3,9%	-3,3%	-11,7%
Kupfer	5387,00	-0,5%	4,5%	-5,9%	-15,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	814	-1,9%	-22,8%	19,5%	4,1%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,12	0,4%	0,5%	0,1%	-7,5%
EUR/ GBP	0,73	0,1%	2,3%	1,3%	-6,2%
EUR/ JPY	135,45	0,1%	-2,3%	-2,1%	-6,7%
EUR/ CHF	1,09	0,2%	0,6%	4,6%	-9,0%
USD/ JPY	120,57	0,0%	-3,0%	-2,3%	0,7%

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
Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@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. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist 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 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 und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. 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.