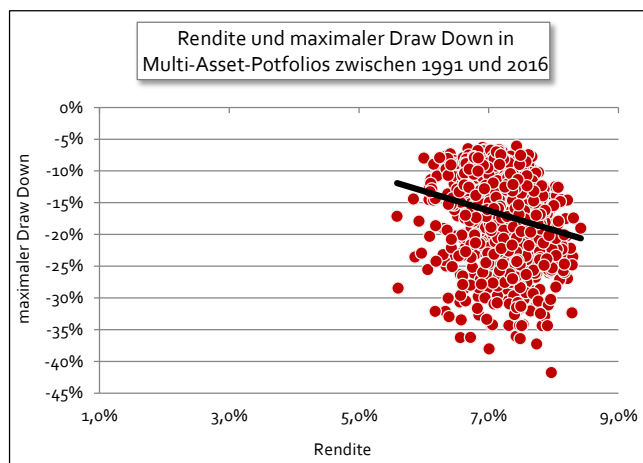


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Das Ende eines goldenen Zeitalters

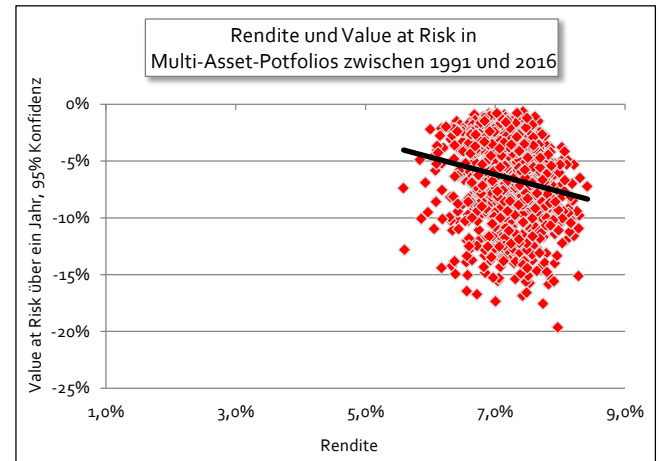
Wer vor 25 Jahren als Portfoliomanager einer Pensionskasse oder einer Versicherung mit der Aufgabe betraut wurde, ein großes Vermögen mit ruhiger Hand und einem langen Investmenthorizont in einem globalen Multi-Asset-Portfolio zu verwalten, konnte rückblickend keine großen Fehler machen. Die meisten Aktienmärkte erzielten in den letzten 25 Jahren eine p.a.-Rendite von über sieben Prozent (abgesehen von Japan), und auch die Rentenmärkte wiesen in ihrer Breite (von Staatsanleihen zu High-Yield-Anleihen) eine Wertentwicklung von durchschnittlich etwa sieben Prozent auf, wenn man von Wechselkurseffekten abstrahiert. Deutlich geringere p.a.-Renditen als sieben Prozent ließen sich am Rentenmarkt überhaupt nur erzielen, wenn die Duration und damit die Restlaufzeit der investierten Anleihen deutlich reduziert worden wäre, was bei einem sehr langfristigen Investitionshorizont aber per Definition keinen Sinn gemacht hätte.

Um besser zu verstehen, welche Eigenschaften derartige Multi-Asset-Portfolios in den letzten 25 aufwiesen, haben wir mit einem Zufallsgenerator einer Vielzahl investierbarer und marktüblicher Assetklassen strategische Gewichte zugewiesen und somit Portfolios generiert, die alle exakt so in der Vergangenheit hätten existieren können. Angesichts der guten Wertentwicklung der einzelnen Assetklassen überrascht es nicht, dass auch die resultierenden Multi-Asset-Portfolios vor Kosten und vor Steuern eine Wertentwicklung aufwiesen, die im Durchschnitt etwa sieben Prozent p.a. betrug. Auffällig sind allerdings die Risiken, die mit den Renditen einhergingen.



Wie unsere Berechnungen nahelegen, gab es in den letzten 25 Jahren nur einen sehr losen Zusammenhang zwischen Rendite und Risiko. So konnte etwa eine p.a.-Rendite von im Durchschnitt sieben Prozent mit extrem hohen, aber auch vergleichsweise niedrigen Risiken erwirtschaftet werden. Unsere Berechnungen zeigen, dass einige historische Portfoliostrukturen mit z.B. sieben Prozent p.a.-Performance maximale Draw-Downs von bis zu 40% aufwiesen, während andere Portfolios mit der gleichen Wertentwicklung maximale Draw-Downs von nur fünf Prozent erleiden mussten. Was auf den ersten Blick wie ein Re-

chenfehler aussieht, entpuppt sich bei zweitem Hinsehen als völlig logisch. Denn da rückblickend betrachtet eine sehr gute Wertentwicklung sowohl mit Renten- als auch mit Aktienportfolios erwirtschaftet werden konnte, ist es fast zwangsläufig, dass es bei gleichen historischen Renditen ein extremes Spektrum in den Risiken gab, was sich auch in der auffallend großen Spreizung des Value at Risk bei gegebener Rendite zeigt.



Leider können diese Ergebnisse nicht einmal im Ansatz für die Zukunft fortgeschrieben werden. Vor allem auf der Seite der Anleihen liegen die zu erwartenden Renditen für lange Zeit signifikant unter den Werten, die in der Vergangenheit beobachtet werden konnten. Aktuell liegt beispielsweise die Rendite für Bundesanleihen mit zehn Jahren Restlaufzeit bei 0,2%, während sie vor 25 Jahre bei 8,3% lag. Auch bei US-Staatsanleihen mit gleicher Restlaufzeit ist die Rendite in diesem Zeitraum von über acht Prozent auf unter zwei Prozent gefallen.

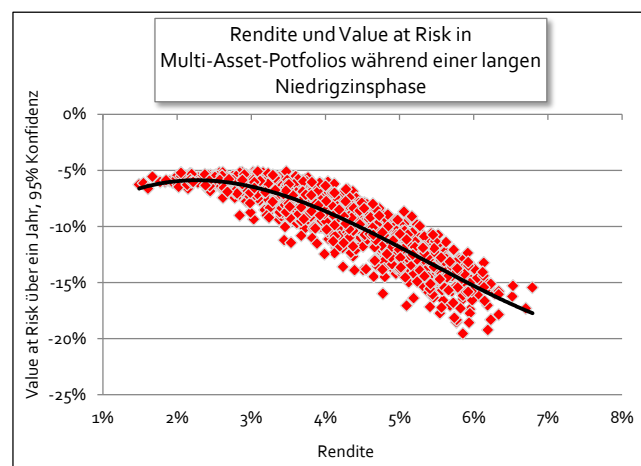
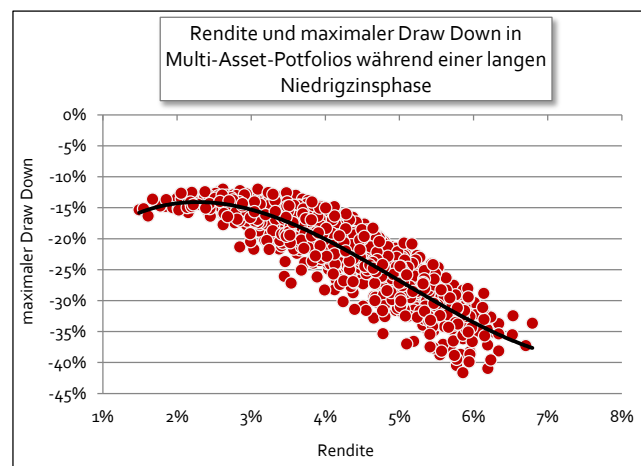
Für diese Prognose gibt es vielfältige Gründe. Langfristig ist die Rendite von Anleihen immer eine Funktion von Inflation und realem Wirtschaftswachstum. Es gibt aber keinen Grund zur Annahme, dass in den kommenden Jahren Inflation oder reales Wachstum deutlich ansteigen werden. Das gilt sowohl bei europäischer als auch bei globaler Betrachtung. Die demographischen Trends sprechen eine eindeutige Sprache, und auch der Produktivitätsfortschritt nimmt durch den Trend hin zur Dienstleistungsgesellschaft eher ab. Eine massive Einwanderung könnte u.U. das Demographieproblem leicht abmildern, würde sich jedoch wiederum negativ auf das Produktivitätswachstum auswirken. Zudem bestehen weltweit im verarbeitenden Gewerbe Überkapazitäten, die eher deflatorischen Charakter aufweisen und zukünftige Investitionen in neues Anlagevermögen unwahrscheinlicher machen, was langfristig wiederum das BIP-Wachstum bremst.

Der wichtigste Grund für unsere eher düstere Prognose bezüglich der langfristigen Wertentwicklung von Anleihen hängt aber mit der Staatsverschuldung vieler Länder zusammen. Die nach wie vor teilweise sehr hohen strukturellen und weiter steigenden Defizite vieler Länder sind ein Hinweis darauf, dass von einer nachhaltigen Haushalts-

struktur nicht im Ansatz die Rede sein kann. So lässt sich beispielsweise für Italien leicht aufzeigen, dass bei Annahme realistischer Rahmendaten ein weiterer Anstieg der Verschuldung zum Bruttoinlandsprodukt fast unausweichlich ist. Der einzige plausible Hebel, um hier eine spürbare Verbesserung zu erzielen, liegt in der Reduzierung der Zinszahlungen durch eine Reduktion des durchschnittlichen Kupons der ausstehenden Anleihen. Und genau hier setzt die Geldpolitik der Notenbanken ein. Die Notenbanken kennen die Mathematik, mit der die Verschuldungsdynamik von Staaten modelliert werden kann, sehr genau. Dementsprechend wissen sie auch, dass sie mit ihrer Zinspolitik letztlich darüber entscheiden können, ob aus einer prekären Verschuldung von Staaten eine tragfähige Verschuldung wird. Aus diesem Blickwinkel ist beispielsweise die Geldpolitik der japanischen Notenbank und vor allem auch der EZB nicht nur mit einer drohenden Deflation zu erklären, sondern eben auch mit dem Versuch, die staatliche Verschuldung auf einen langfristig tragfähigen Weg zu bringen. Damit dies funktioniert, muss aber eben auch die Geldpolitik eine langfristige Strategie haben, und diese Strategie läuft darauf hinaus, Renditen von Anleihen über das ganze Laufzeitspektrum durch eine unkonventionelle Geldpolitik auf sehr lange Zeit auf sehr niedrigem Niveau zu verankern.

Dies bleibt natürlich nicht ohne Konsequenzen für Investoren, zumal Aktien in den kommenden Jahren vermutlich keine überdurchschnittliche Wertentwicklung aufweisen werden, mit der die extrem unterdurchschnittliche Wertentwicklung von Anleihen kompensiert werden könnte. Als Faustformel gilt, dass die zukünftige Wertentwicklung von Aktien mit der Summe aus Dividendenrendite und nominalem BIP-Wachstum recht gut erklärt werden kann. Mit dieser Regel ließe sich mit sehr gutem Willen eine langfristige p.a.-Rendite von sieben Prozent unterstellen, wenn man (wie wir) davon ausgeht, dass Aktien derzeit in etwa fair bepreist sind und eine signifikante Anpassung nicht erfolgen muss. Geht man nun davon aus, dass die zukünftig zu erwartende Wertentwicklung von Anleihen in etwa der aktuellen Rendite auf Endfälligkeit entspricht, lassen sich für globale Multi-Asset-Portfolios auf Basis dieser Renditeannahmen in Kombination mit historischen Volatilitäten und Korrelationen zu erwartende Rendite-Risikorelationen berechnen. Um es vorwegzunehmen: Wer die letzten zwei oder drei Jahrzehnte schon als schwierig empfunden hat, sollte vielleicht noch schnell über einen Berufswechsel nachdenken, denn leichter wird es nicht mehr. So sind Renditeerwartungen von sieben Prozent im Gegensatz zu vergangenen Jahren in Multi-Asset-Portfolios fast nicht mehr zu realisieren. Und gelingt dies doch, ist mit heftigen Draw-Downs von bis zu 40% zu rechnen, während in den letzten 25 Jahren eine derartige Wertentwicklung im Durchschnitt mit einem Draw-Down von 15% oder 20% einherging. Kaum ein institutioneller Kunde wäre allerdings bereit, solche Risiken zu tragen. Realistischer ist für einen institutionellen Kunden eine Portfoliostruktur, die im Extremfall (u.U. kumuliert über mehrere Jahre) 15% verliert und innerhalb eines Jahres nicht viel mehr als 5% Rückschlag erwarten lässt. Dies entspräche in etwa einem

Value at Risk von 5% (Betrachtungszeitraum ein Jahr bei 95% Konfidenz).



Unsere Berechnungen legen nahe, dass diese Risikokennzahlen zwar auch in Zukunft realisierbar sind, aber nur auf einem sehr geringen Renditeniveau. So zeigen unsere mit einem sog. Bootstrap-Verfahren erstellten Analysen auf, dass ein maximaler Draw-Down von 15% bei einem Value at Risk von 5% in Zukunft mit einer Renditeerwartung von nur noch 2% vor Kosten und Steuern kompatibel sind. Für typische institutionelle Investoren ist dies – nüchtern gesagt – eine Katastrophe. Schließlich müssen die betroffenen Portfolios einen Zweck erfüllen: Stiftungen müssen Stiftungsprojekte finanzieren, Pensionskassen müssen Pensionen finanzieren und Versicherungsportfolios müssen Versicherungsleistungen finanzieren. Die meisten Menschen haben keine Vorstellung davon, mit welcher Gewalt hier Zinseszinsseffekte wirken. Bei einer p.a.-Performance von 2% verdoppelt sich das eingesetzte Kapital erst nach 35 Jahren, während bei einer 4%-Performance die Verdoppelung nach knapp 18 erfolgt. Viele Portfolios werden – wenn unsere Annahmen und Berechnungen stimmen – ihren Zweck kaum noch erfüllen können, wenn die zu finanzierenden Leistungen nicht deutlich reduziert werden. Vielleicht ist es nicht jedem so vorgekommen, aber die letzten 25 Jahre waren ein goldenes Zeitalter für Investoren. Jetzt kommt ein langer Marsch durch die öde Steppe, in der mehr als je zuvor taktisches Geschick und effiziente Portfoliokonstruktionen gefragt sind.

Wochenausblick für die Zeit vom 09. bis 13. Mai 2016

	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Veröffentlichung
D: Auftragseingänge, m/m	-0,5%	0,5%	-1,2%	0,6%			9. Mai
D: Auftragseingänge, y/y	-2,2%	0,3%	0,3%	0,1%			9. Mai
D: Industrieproduktion, m/m	-0,2%	2,3%	-0,5%	0,4%			10. Mai
D: Industrieproduktion, y/y	-1,4%	1,8%	1,2%	1,9%			10. Mai
D: Exporte, m/m	-1,3%	-0,6%	1,3%	0,6%			10. Mai
D: Exporte, y/y	0,8%	1,1%	1,5%	0,9%			10. Mai
D: Importe, m/m	-1,8%	1,3%	0,5%	0,3%			10. Mai
D: Importe, y/y	2,1%	3,3%	2,3%	0,8%			10. Mai
D: Inflationsrate, m/m	-0,1%	-0,8%	0,4%	0,8%	-0,4%		13. Mai
D: Inflationsrate, y/y	0,3%	0,5%	0,0%	0,3%	-0,1%		13. Mai
E-19: Sentix	15,7	9,6	6,0	5,5	5,7	6,0	9. Mai
E-19: Industrieproduktion, m/m	-0,5%	1,9%	-0,8%	0,3%			12. Mai
E-19: Industrieproduktion, y/y	0,3%	3,0%	0,9%	1,4%			12. Mai
	Q3 15		Q4 15		Q1 16		
D: BIP, q/q	0,3%		0,3%		0,4%		13. Mai
D: BIP, y/y	1,8%		2,1%		1,3%		13. Mai
E-19: BIP, q/q	0,3%		0,3%		0,6%		13. Mai
E-19: BIP, y/y	1,6%		1,5%		1,6%		13. Mai

Chart der Woche: Berichtssaison nimmt Fahrt auf

S&P 500: Auswertung der aktuellen Berichtssaison					
03.05.2016	berichtende	davon:			Surprise-Ratio
	Unternehmen	positiv	negativ	in Line	
Consumer Discretionaries	42	36	5	1	86%
Consumer Staples	18	14	4	0	78%
Financials	73	47	26	0	64%
Energy	19	14	5	0	74%
Healthcare	33	28	5	0	85%
Industrials	52	42	10	0	81%
Information Technology	38	26	11	1	68%
Materials	19	16	3	0	84%
Telecommunication	3	2	1	0	67%
Utilities	12	7	5	0	58%
S&P 500	309	232	75	2	75%

Wie üblich haben die Unternehmensanalysten im Vorfeld der US-Berichtssaison ihre Schätzungen deutlich nach unten korrigiert. Hiervon war vor allem der Energiesektor überdurchschnittlich stark betroffen. Allerdings haben wir den Eindruck, dass sowohl die jüngste Verbesserung des makroökonomischen Umfelds, als auch die höheren Rohstoffpreise noch nicht in den Schätzungen der Mikroanalysten berücksichtigt wurden, so dass es möglicherweise (noch) mehr positives Überraschungspotenzial gibt. Derzeit haben mit 309 Unternehmen etwa 60% aller im S&P 500 enthaltenen Unternehmen ihre Bücher geöffnet. Üblicherweise schaffen es etwa 70% der Unternehmen, die an sie gestellten Erwartungen hinsichtlich der Gewinnentwicklung zu übertreffen; aktuell liegt dieser Wert mit 75% leicht darüber. Wie von uns erwartet, konnte auch der durch den starken Ölpreiskrampf stark gebeutelte

Energiesektor überraschen: 14 der bisher 19 vorgelegten Quartalsberichte zeigten eine die Erwartungen übertreffende Gewinnentwicklung. In den vergangenen Quartalen achteten die Marktteilnehmer zudem sehr stark auf die Umsatzentwicklung, weil diese einen noch stärkeren Bezug zum konjunkturellen Umfeld aufweist. Während im Durchschnitt (seit dem Jahr 2001) etwa 60% der Firmen die Umsatzerwartungen übertroffen haben, lag dieser Wert seit Beginn des Jahres 2015 im Mittel unter 50%. Von den gut 60% der S&P 500 Unternehmen, konnten immerhin 55% die Umsatzerwartungen übertreffen. Sollte sich dieser positive Trend fortsetzen, wäre dies ein gutes Signal für die weitere Kursentwicklung und könnte dazu beitragen, dass der S&P 500 endlich aus seiner Seitwärtsbewegung nach oben ausbricht – und andere Indizes, wie den DAX, mit nach oben zieht.

	Stand	Veränderung zum			
	04.05.2016	26.04.2016	01.04.2016	02.02.2016	31.12.2015
	14:24	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	17751	-1,3%	-0,2%	9,9%	1,9%
S&P 500	2063	-1,4%	-0,5%	8,4%	1,0%
Nasdaq	4818	-1,4%	-2,0%	6,7%	-3,8%
DAX	9854	-4,0%	0,6%	2,8%	-8,3%
MDAX	19973	-2,0%	-1,1%	4,7%	-3,9%
TecDAX	1601	-2,3%	-2,5%	-4,6%	-12,6%
EuroStoxx 50	2950	-5,5%	-0,1%	-0,1%	-9,7%
Stoxx 50	2774	-5,1%	1,0%	-1,9%	-10,5%
SMI (Swiss Market Index)	7808	-3,3%	1,6%	-4,7%	-11,4%
Nikkei 225	16147	-6,9%	-0,1%	-9,0%	-15,2%
Brasilien BOVESPA	52260	-1,5%	3,4%	35,4%	20,6%
Russland RTS	910	-2,3%	5,5%	29,7%	20,2%
Indien BSE 30	25102	-3,5%	-0,7%	2,3%	-3,9%
China Shanghai Composite	2991	0,9%	-0,6%	8,8%	-15,5%
MSCI Welt (in €)	1659	-3,6%	0,4%	2,2%	-5,7%
MSCI Emerging Markets (in €)	821	-4,5%	-1,4%	6,8%	-2,3%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	162,99	136	-52	-47	507
Bobl-Future	131,16	28	6	-126	49
Schatz-Future	111,81	2	4	0	30
3 Monats Euribor	-0,25	0	-1	-9	-12
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,28	2	1	7	0
3 Monats \$ Libor	0,64	0	1	2	2
Fed Funds Future, Dez 2016	0,55	-4	-1	3	0
10-jährige US Treasuries	1,78	-15	-1	-8	-49
10-jährige Bunds	0,20	-10	6	-11	-43
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,11	-1	-5	-20	-36
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,26	3	16	10	-26
US Treas 10Y Performance	590,41	0,6%	-0,1%	0,8%	4,6%
Bund 10Y Performance	602,73	0,2%	-1,2%	0,4%	4,1%
REX Performance Index	483,39	0,2%	0,0%	0,4%	1,9%
Hypothekenzinsen USA	3,66	7	-5	-13	-35
IBOXX AA, €	0,84	0	4	-24	-45
IBOXX BBB, €	1,75	0	-9	-55	-52
ML US High Yield	7,82	-14	-77	-167	-107
JPM EMBI+, Index	760	0,8%	1,6%	7,6%	7,8%
Wandelanleihen Exane 25	6665	-0,5%	0,5%	1,0%	-4,2%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	409,32	1,9%	6,8%	11,8%	7,9%
MG Base Metal Index	253,40	2,5%	5,7%	9,9%	9,1%
Rohöl Brent	43,52	-3,5%	9,7%	24,0%	19,1%
Gold	1285,86	3,6%	6,1%	14,1%	21,0%
Silber	17,76	3,4%	19,0%	24,1%	28,2%
Aluminium	1669,75	1,7%	9,6%	11,0%	11,3%
Kupfer	5064,00	1,8%	4,2%	11,2%	7,6%
Eisenerz	64,50	-0,8%	15,6%	49,0%	47,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	682	-3,1%	51,6%	120,0%	42,7%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1520	2,1%	0,8%	5,5%	5,8%
EUR/ GBP	0,7924	2,2%	-0,9%	4,5%	7,5%
EUR/ JPY	122,52	-2,3%	-4,3%	-7,1%	-6,5%
EUR/ CHF	1,0983	-0,2%	0,3%	-1,5%	1,4%
USD/ CNY	6,4960	0,1%	0,3%	-1,3%	0,0%
USD/ JPY	106,42	-4,4%	-4,7%	-11,3%	-11,6%

Carsten Klude +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
 Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439 cjasperneite@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. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.