

# Konsumwerte aus Asien: eine Alternative zum asiatischen Gesamtmarkt?

Durch den raschen Anstieg des asiatischen Konsums sind binnenorientierte asiatische Konsumwerte zu einem interessanten Aktienmarktsegment geworden. In diesem Beitrag zeigen wir, weshalb es mehr sein kann als eine attraktive Portfoliobeimischung. Internationale Investoren, die auf das Wachstum in Asien setzen wollen, sollten binnenorientierte Konsumwerte in Betracht ziehen.

Die Konsumententwicklung in Asien ist phänomenal. Die günstige Demographie, die Urbanisierung und die steigenden verfügbaren Einkommen haben zu einem enormen Kaufkraftanstieg geführt. Man schätzt, dass der jährliche Konsum in den Emerging-Market-Ländern von 12 Bio. US-Dollar im Jahr 2010 auf 30 Bio. US-Dollar im Jahr 2025 steigen wird. Das wären dann fast 50% des Weltkonsums.<sup>1</sup>

Maßgeblich für diese Entwicklung sind mehrere Faktoren, beispielsweise das explosive Wachstum der Mittelschicht in China, die digitale Revolution in Indien (einem Land mit erheblichem Nachholbedarf) und die massive Urbanisierung. Die Sektorstruktur des MSCI AC Asia ex Japan spiegelt den Konsumanstieg in den letzten Jahren wider. Der Anteil der Sektoren Konsumgebrauchsgüter und Konsumverbrauchsgüter ist von 10% im Jahr 2008 auf 15% im August 2013 gestiegen.

## Hohe Mehrerträge von Konsumwerten

Parallel zu der vielversprechenden Entwicklung des asiatischen Konsums haben sich auch konsumnahe Aktien in den letzten Jahren gut entwickelt (Tab. 1). Dies gilt nicht nur für die klassischen Sektoren Konsumverbrauchsgüter und Konsumgebrauchsgüter sondern auch für die Bereiche Finanzen, IT, Gesundheit, Telekommunikation und Versorger.<sup>2</sup>

Auf Sicht von einem Jahr, drei und fünf Jahren haben asiatische Konsumwerte den MSCI AC Asia ex Japan deutlich hinter sich gelassen (Tab. 1), nicht zuletzt aufgrund der wachsenden Nachfrage der immer wohlhabenderen asiatischen Verbraucher. Trotz

der jüngsten Marktvolatilität erzielten die klassischen Sektoren Konsumgebrauchsgüter und Konsumverbrauchsgüter in den letzten fünf Jahren noch immer erhebliche Absoluterträge von 14,3% bzw. 9,7% p.a.

Der Mehrertrag von Konsumwerten lässt sich auch auf andere Weise darstellen: In den letzten fünf Jahren, stammten 74% der Aktien des MSCI AC Asia ex Japan, die den Gesamtindex hinter sich ließen, aus den sieben konsumnahen Sektoren (Tab. 2). Und das ist noch nicht alles: Von den 197 Unternehmen des MSCI AC Asia ex Japan im 1. Quartil, also von den 25% Aktien mit der besten Wertentwicklung, waren 80% Konsumwerte. Unserer Ansicht nach stehen ihre Sektoren gerade erst am Anfang einer mehrjährigen Expansion, ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau. Wir glauben, dass die Performance auch weiterhin von der langfristig positiven Konsumententwicklung profitieren kann.

## Geringere Volatilität

Viele Themenstrategien beruhen auf kurzfristigen Moden und investieren daher oft nur in sehr wenige Einzelwerte. Deshalb droht eine hohe Volatilität, wenn diese Titel aus der Mode kommen. Wer in hochkonzentrierte Themenstrategien investiert, sollte deshalb mit einer vergleichsweise hohen Volatilität rechnen.

Das Konsumthema ist hingegen vielfältiger. Es setzt auf Wachstum (abgedeckt durch die Bereiche Konsumgebrauchsgüter, Gesundheit und Informationstechnologie), aber auch auf defensive Werte aus den Bereichen Konsumverbrauchsgüter und Telekommu-

Tab. 1: Hoher Mehrertrag

	Konsumnahe Sektoren	MSCI AC Asia ex Japan Index	Konsumnahe Sektoren des MSCI Asia ex Japan Index						
			Konsumgebrauchsgüter	Konsumverbrauchsgüter	Finanzen	Gesundheit	Informationstechnologie	Telekommunikation	Versorger
1 Jahr	9,6	7,0	10,2	0,9	8,4	9,2	16,1	5,6	9,4
3 Jahre	6,4	4,4	8,6	5,4	2,9	6,3	11,5	9,7	6,4
5 Jahre	7,0	5,2	14,3	9,7	4,1	4,2	10,2	5,1	5,4

Total Return Index, Net Dividends Reinvested. Wertentwicklung p.a. in US-Dollar.  
Quellen: Morningstar, Invesco. Stand 31. August 2013

Tab. 2: Mehrertrag von Konsumwerten

	Gesamt	Aktien mit Mehrertrag gegenüber dem MSCI AC Asia ex Japan Index	1. Quartil (ertragreichste Aktien)
Anzahl der Aktien im MSCI AC Asia ex Japan	791	299	197
Konsumnahe Sektoren	66,6%	73,9%	80,2%
Andere Sektoren	33,4%	26,1%	19,8%
Gesamt	100%	100%	100%

Nach Anzahl der Einzelwerte. Total Return Index, Net Dividends Reinvested, in US-Dollar. Basis: Unternehmen des MSCI AC Asia ex Japan, Fünfjahresperformance.  
Stand 31. August 2013.  
Quellen: Factset, Invesco. Stand 31. August 2013.

**Table 3: Volatilität im Vergleich (annualisiert)**

	Konsumnahe Sektoren	MSCI AC Asia ex Japan Index
1 Jahr	10,9	11,1
3 Jahre	18,0	19,5
5 Jahre	24,5	26,1

Total Return Index, Net Dividends Reinvested, in US-Dollar.  
Quellen: Morningstar, Invesco. Stand 31. August 2013.

nikation. Eine asiatische Konsumwertestrategie ist deshalb wesentlich diversifizierter als ein klassischer Sektoransatz. In den volatilen Phasen des letzten Marktzyklus haben die defensiven Titel für Stabilität gesorgt. Folglich waren asiatische Konsumwerte insgesamt weniger volatil als der Gesamtindex, der MSCI AC Asia ex Japan – über ein Jahr, über drei und über fünf Jahre (Tab. 3). Dies zeigt, dass der Konsumbereich konjunkturellen Schwankungen und Saisonwirkungen einiges entgegenzusetzen hatte. Andere Sektoren hingegen, etwa Industrie, Grundstoffe und Energie, waren deutlich konjunktursensitiver und reagierten heftiger auf einen Abschwung der Weltwirtschaft oder Schwankungen der Binnenkonjunktur.

#### Stabilität bei steigenden und fallenden Märkten

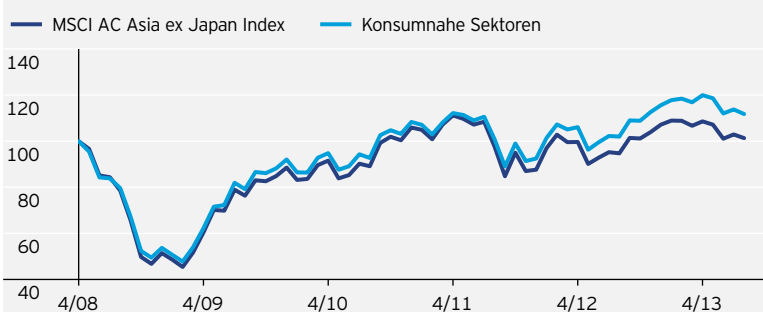
Asiatische Konsumwerte haben sich sowohl bei steigenden als auch bei fallenden Märkten als stabil erwiesen, mit stetigen Mehrerträgen über den gesamten Marktzyklus (Abb. 1). Wer in diese Aktien investiert hat, verfolgte letztlich eine Barbell-Strategie: Die defensiven Sektoren wie Konsumverbrauchs-güter und Telekommunikation bieten Schutz, während Konsumgebrauchsgüter und ähnliche Branchen für Wachstumspotenzial sorgen.

#### Bessere Qualität, höheres Wachstum

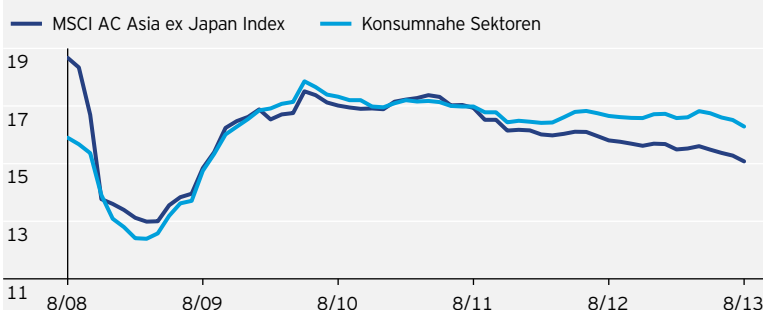
Asiatische Konsumwerte haben volatilen Marktphasen einiges entgegenzusetzen, nicht zuletzt wegen ihrer hohen Qualität. Sie zeigt sich beispielsweise in der vergleichsweise hohen Eigenkapitalrentabilität in den letzten zwei Jahren (Abb. 2), die mit einem höheren Gewinnwachstum einherging (Abb. 3). Dies dürfte sich fortsetzen. So wird dem chinesischen Konsumgebrauchsgütersektor für 2014 ein Gewinnwachstum von 17,9% prognostiziert und, für den Konsumgebrauchsgütersektor werden 20,0% Gewinnplus erwartet – gegenüber nur 9,6% für den chinesischen Gesamtmarkt.<sup>3</sup> In vielen asiatischen Ländern wird auch für 2014 mit einem überdurchschnittlichen Gewinnwachstum gerechnet, etwa in China, Korea, Taiwan, Indien, Thailand, Malaysia und Indonesien.

#### Fazit

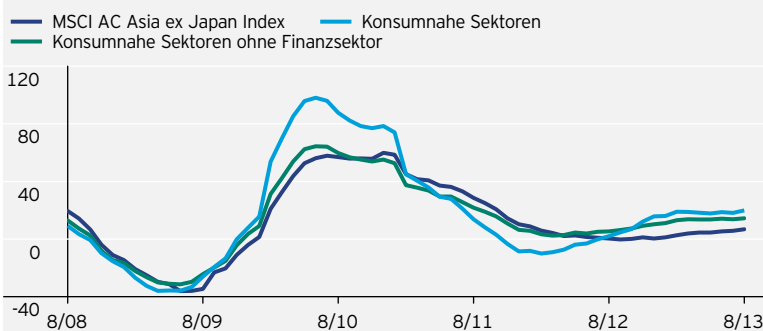
Wie jedes Marktsegment haben auch asiatische Konsumwerte ihr eigenes Risiko-Ertrags-Profil. Wir halten sie damit für eine attraktive Alternative für Investoren, die das strukturelle Wachstum in Asien nutzen wollen. Wenn man sich nicht allein auf die klassischen Sektoren Konsumgebrauchsgüter und Konsumverbrauchs-güter beschränkt, kann man mit einer Themenstrategie viele Chancen mit einem überdurchschnittlichen Langfristpotenzial nutzen. Wir sind optimistisch, dass die Konsumnachfrage in Asien weiter stabil wächst – nicht nur kurzfristig, sondern jahrzehntelang. Die vergleichsweise hohe und

**Abb. 1: Stetiger Mehrertrag**

Total Return Index, Net Dividends Reinvested, Wertentwicklung p.a. in US-Dollar.  
Quellen: Factset, Invesco, kumulierte Wertentwicklung, 30. April 2008 = 100.  
Stand 31. August 2013.

**Abb. 2: Eigenkapitalrentabilität im Vergleich**

Total Return Index, Net Dividends Reinvested, in US-Dollar.  
Quellen: Factset, Invesco, Stand 31. August 2013.

**Abb. 3: Gewinnwachstum im Vergleich**

Total Return Index, Net Dividends Reinvested, in US-Dollar. Aufgrund der volatilen Gewinnentwicklung des Finanzsektors während der Finanzkrise zeigen wir zusätzlich eine Kurve ohne diesen Sektor.  
Quellen: Factset, Invesco, Stand 31. August 2013.

stabile Langfristperformance und die geringere Volatilität asiatischer Konsumwerte sind gute Gründe für langfristigen Optimismus. Dies ändert aber nichts daran, dass man sich der Risiken von Themenstrategien stets bewusst sein muss.

*William Yuen, Associate Director, Investment Invesco Asia Pacific*

#### Anmerkungen:

- 1 Urban World: Cities and the rise of the consuming class, McKinsey Global Institute, Juni 2012.
- 2 In dieser Studie klassifizieren wir die folgenden sieben Sektoren des MSCI AC Asia ex Japan als konsumnah: Konsumverbrauchs-güter, Konsumverbrauchs-güter, Finanzen, Gesundheit, Informationstechnologie, Telekommunikation und Versorger.

# Immobilien: Deutsche und britische Mehrfamilienhäuser im Blickpunkt

Immobilieninvestoren interessieren sich zunehmend für europäische Wohnimmobilien. Der größte Sektor in diesem Universum ist der Mehrfamilienhaussektor. Auf ihn entfielen 91% der Wohnimmobilientransaktionen, die Real Capital Analytics (RCA) vom 1. Quartal 2007 bis zum 2. Quartal 2013 in 21 europäischen Ländern erfasst hat. Die zwei größten europäischen Mehrfamilienhausmärkte, der deutsche und der britische, haben in den vergangenen 15 Jahren eine bessere Wertentwicklung verzeichnet als Gewerbeimmobilien. Im Folgenden untersuchen wir den deutschen und den britischen Mehrfamilienhausmarkt genauer.

Der Wohnimmobilienmarkt ist kein einheitlicher Anlagemarkt. Invesco Real Estate (IRE) unterscheidet eine Reihe – nicht in jedem Land vorhandener – Sektoren, die zusammen das Wohnimmobilienuniversum bilden (Abb. 1). Institutionelle Investoren haben zwar in den letzten Jahren in alle diese Sektoren investiert, aber in keinem so stark wie in den Mehrfamilienhaussektor. RCA analysiert diesen Sektor in 21 europäischen Ländern.

## Der deutsche und britische Mehrfamilienhausmarkt aus Anlegersicht

Institutionelle Investoren betrachten den Wohnimmobiliensektor gern als eine Assetklasse für Experten. Tatsächlich erfordert es Fachwissen, sich diesen Sektor vollständig zu erschließen. Versierte Manager bieten institutionellen Investoren jedoch die Möglichkeit, diese alternative Assetklasse für eigenständige Investments oder für Beimischungen zu einem Multi-Asset-Portfolio zu nutzen.

Der deutsche Mehrfamilienhausmarkt hat sowohl einheimische als auch internationale Investoren angezogen und erfreut sich nach wie vor großer Beliebtheit. Deutsche Wohnimmobilien gelten als attraktiv und risikoarm, und rund 17% des Gesamtbestands an Mietimmobilien gehören institutionellen Investoren.

Diese haben diese Immobilien typischerweise gekauft, weil:

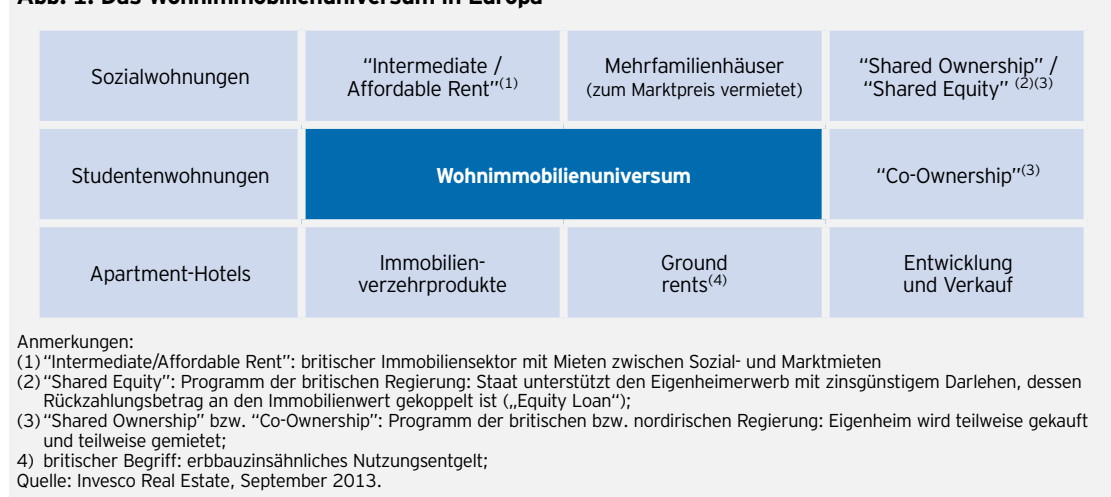
- sie Deutschland als sicheren Hafen betrachten;
- der Anteil der Mietimmobilien am Wohnimmobilienmarkt mit 60% hoch ist<sup>1</sup>;
- die Märkte reif, stabil und gut reguliert sind.

In Großbritannien waren Mehrfamilienhäuser früher beliebte Anlageobjekte, doch nach der Einführung von Mietkontrollen zogen sich die Investoren in den 1950er und 1960er Jahren aus dem Markt zurück. Derzeit ist nur rund 1% des britischen Mehrfamilienhausbestands in den Händen institutioneller Investoren.

Wir beobachten derzeit, dass institutionelle Anleger den britischen Mehrfamilienhaussektor wieder für Investments in Betracht ziehen. Gemäß dem Residential Investment Survey 2013 des Investment Property Forum ist das erneute Interesse an diesem Sektor den folgenden Eigenschaften von Wohnimmobilien zu verdanken:

- dem attraktiven Gesamtertragspotenzial;
- dem Entwicklungspotenzial;
- der Ertragsstabilität;

**Abb. 1: Das Wohnimmobilienuniversum in Europa**



**Tab. 1: Multi-family market size in comparison**

Country	Multi-family/rental (total)	IPD All Property	Dax 30 or FTSE 100
Germany	EUR2,225 bn	EUR270 bn	EUR788 bn
United Kingdom	GBP840 bn	GBP140 bn	GBP1,750 bn

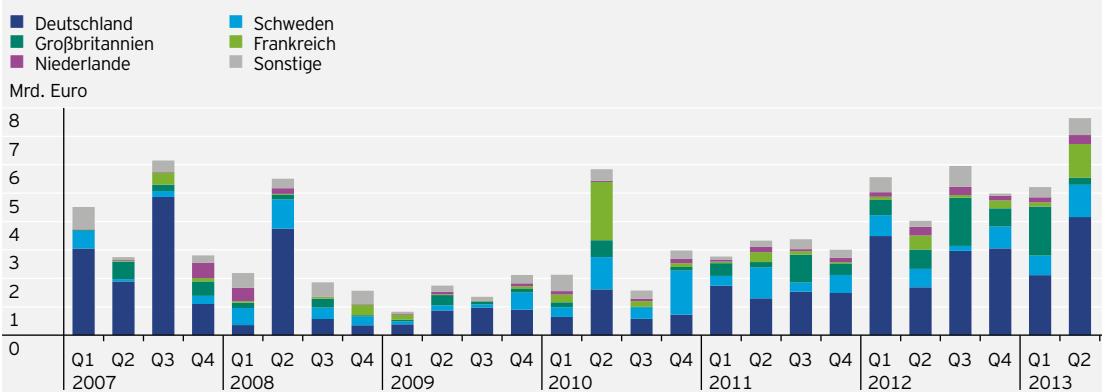
Quellen: IPD, Bulweins, Onvista, DCLG, Invesco Real Estate, Juli 2013.

**Tab. 2: Der deutsche und britische Mehrfamilienhausmarkt im Größenvergleich**

	Ausländisch	Institutionell	Börsennotiert / REITs	Private	Nutzer / Sonstige
Großbritannien	54,0%	22,8%	8,7%	12,7%	2,0%
Deutschland	26,5%	27,4%	24,5%	20,3%	1,1%

Auf Basis von Daten von März 2010 bis Juni 2013 (aktuellster verfügbarer Stand).  
Quelle: RCA, September 2013.

**Abb. 2: Das Wohnimmobilientransaktionsvolumen in Europa ist stetig gestiegen**



Quelle: Real Capital Analytics, September 2013.

- der Wertbeständigkeit;
- der niedrigen Korrelation mit anderen Assetklassen.

Unserer Meinung nach bietet sowohl der deutsche als auch der britische Mehrfamilienhausmarkt institutionellen Investoren attraktive Anlagemöglichkeiten.

### Marktgröße

Sowohl in Deutschland als auch in Großbritannien ist der Mehrfamilienhausmarkt der größte Sektor des Wohnimmobilienmarkts. In beiden Ländern hat der Sektor (alle Anlegerarten zusammen) einen wesentlich größeren Anteil am jeweiligen IPD All Property Index als der Gewerbeimmobiliensektor (Tab. 1).

Mehrfamilienhäuser befinden sich in Deutschland und Großbritannien derzeit überwiegend im Besitz von Privatanlegern. Dementsprechend spielen institutionelle Investoren als Eigentümer und Marktteilnehmer nur eine untergeordnete Rolle.

9,5% aller europäischen Immobilientransaktionen im Wert von über 10 Mio. Euro, die RCA in den letzten sechseinhalb Jahren erfasst hat, entfielen auf Wohnimmobilien (einschließlich Studentenwohnungen und Mehrfamilienhäuser). In absoluten Zahlen betrug das Transaktionsvolumen in diesem Sektor europaweit 91,9 Mrd. Euro, wovon 57,4 Mrd. Euro (62,4%) auf Deutschland und Großbritannien entfielen.

Nach einer Stagnationsphase in den Jahren 2008 und 2009 zog das Wohnimmobilientransaktionsvolumen ab dem 2. Quartal 2010 an. Im 2. Quartal 2013 machte es mit 7,6 Mrd. Euro 22% des von RCA gemessenen Immobilientransaktionsvolumens in Europa aus (Abb. 2). 50,2% der Transaktionen im Berichtszeitraum wurden in Deutschland vorgenom-

men, dahinter rangieren Schweden (15,8%) und Großbritannien (12,2%).

Am gut etablierten deutschen Wohnimmobilienmarkt wird das Transaktionsvolumen voraussichtlich stabil bleiben. Bei britischen Wohnimmobilien steigt das Transaktionsvolumen dank des wachsenden Interesses in- und ausländischer Investoren tendenziell seit dem 1. Quartal 2011 und dürfte weiter zulegen.

### Anlegerarten

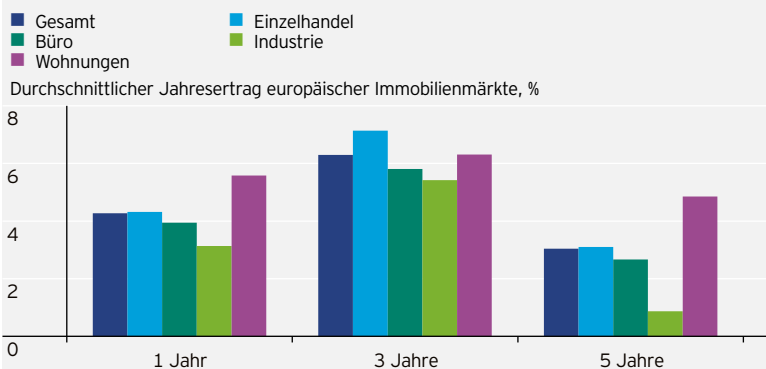
Der deutsche und der britische Markt unterscheiden sich nach der Art der Investoren (Tab. 2).

- In Deutschland sind die Wohnimmobilieninvestitionen gleichmäßig über die Anlegerarten verteilt. Börsennotierte Immobiliengesellschaften sind in Deutschland gut etabliert und haben mit fast 25% einen wesentlich höheren Anteil am Transaktionsvolumen als in anderen Ländern. An der gleichmäßigen Verteilung der Wohnimmobilieninvestitionen über die Anlegerarten dürfte sich in Deutschland in absehbarer Zeit nichts ändern.
- In Großbritannien haben ausländische Investoren einen größeren Anteil an den Wohnimmobilieninvestitionen als in den übrigen analysierten europäischen Ländern. Voraussichtlich werden in Großbritannien einige börsennotierte Immobiliengesellschaften beginnen, in Mehrzweckimmobilienprojekte mit typischerweise für den Verkauf bestimmten Wohnungen zu investieren. Das dürfte dazu führen, dass sich die Aufteilung des britischen Wohnimmobilienmarkts auf die einzelnen Anlegerarten ändert.

### Wertentwicklung

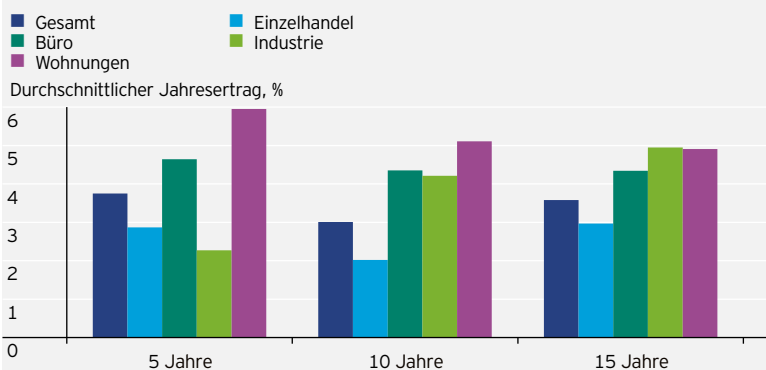
Gemessen an den IPD-Indizes haben institutionelle Investoren am europäischen Immobilienmarkt in den

**Abb. 3: In Europa haben institutionelle Investoren mit Wohnimmobilien einen höheren Ertrag erzielt als mit Gewerbeimmobilien**



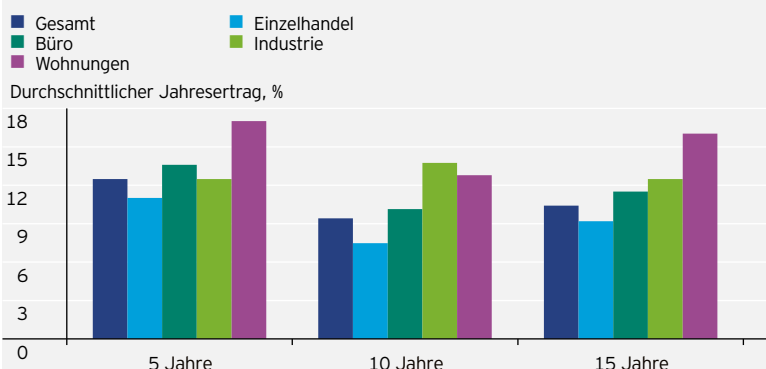
Quellen: IPD, Invesco Real Estate. Stand September 2013.

**Abb. 4: Deutscher Wohnimmobilienmarkt (Mietobjekte) - Top-Performer über 5 und 10 Jahre**



Quelle: IPD. Stand Juli 2013.

**Abb. 5: Britischer Wohnimmobilienmarkt (Mietobjekte) - Top-Performer über 5 und 15 Jahre**



Quelle: IPD. Stand Juli 2013

vergangenen fünf Jahren mit Wohnimmobilien einen höheren Gesamtertrag (4,9% p.a.) erzielt als mit Gewerbeimmobilien (je nach Sektor 0,9 bis 3,1% p.a., Abb. 3).

Nur der europäische Wohnimmobilienmarkt erzielte in allen fünf Jahren positive Gesamterträge<sup>2</sup>. Das zeigt den defensiven Charakter dieser Assetklasse.

Der deutsche und der britische Wohnimmobilienmarkt haben sich in den vergangenen 15 Jahren überdurchschnittlich entwickelt (Abb. 4 und 5).

Unseren Analysen zufolge dürften Wohnimmobilien künftig ähnliche Erträge bieten wie Gewerbeimmobilien. Wie in den vergangenen Jahren werden sich ausländische Investoren wohl weiter auf die ausreichend großen und transparenten Märkte beschränken.

#### Mehrfamilienhauswohnung oder Eigenheim

Die Größe des Mehrfamilienhausmarkts unterscheidet sich in Europa von Land zu Land. Nach Angaben von Eurostat wohnten 2011 in 11 der damals 27 EU-Staaten und in Kroatien (das der EU 2013 beitrug) weniger als 10% der Bevölkerung in einer zum Marktpreis vermieteten Mehrfamilienhauswohnung (Abb. 6).

Dagegen lebte in Deutschland, Dänemark, den Niederlanden, Schweden, Luxemburg und Österreich mehr als ein Viertel der Bevölkerung in einer zum Marktpreis vermieteten Wohnung, und in der Schweiz lag dieser Anteil bei gut der Hälfte (51,4%). In allen EU-Mitgliedstaaten betrug der Anteil der Personen, die in einer kostenfrei überlassenen oder zu einer Miete unterhalb des Marktniveaus vermieteten Wohnung lebten, weniger als 20%.

In Deutschland wohnten nur 53,4% der Bevölkerung in den eigenen vier Wänden, in Großbritannien waren es 67,9%.

Etwa 40% der deutschen und 13% der britischen Haushalte lebten in einer zum Marktpreis vermieteten Wohnung. Der Wert für Deutschland ist seit Jahren stabil.

In Großbritannien sind zum Marktpreis vermietete Mehrfamilienhäuser der wachstumsstärksten Sektor des Mietwohnungsmarkts. Gemäß dem im Februar 2013 vom Department for Communities and Local Government veröffentlichten English Housing Survey ist der Anteil der Personen, die in einem zum Marktpreis vermieteten Haus wohnen, auf 17,4% und damit fast auf den EU-Durchschnittswert gestiegen.

#### Wichtige ökonomische Faktoren für den Wohnimmobilien- und den Mehrfamilienhausmarkt

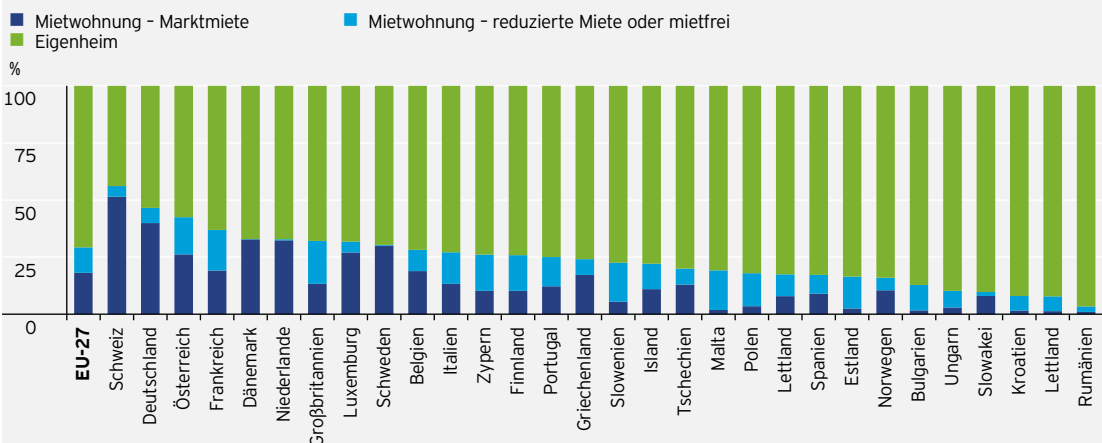
Die Wohnimmobilienmärkte unterliegen vor allem zwei Einflussgrößen: dem Bevölkerungswachstum und dem Angebot an neuen Wohnungen.

- **Bevölkerungswachstum:** Einer Prognose von Oxford Economics zufolge wächst die Bevölkerung in den 27 EU-Ländern von 2011 bis 2021 insgesamt um 1,2%. Dabei liegen die prognostizierten Veränderungsraten zwischen +10,5% in Zypern und -5,6% in Bulgarien.

Für Deutschland wird ein leichter Bevölkerungsrückgang (um 0,9%) erwartet. Dahinter verbergen sich regionale Unterschiede, die eine sorgfältige Auswahl der Zielmärkte unabdingbar machen.

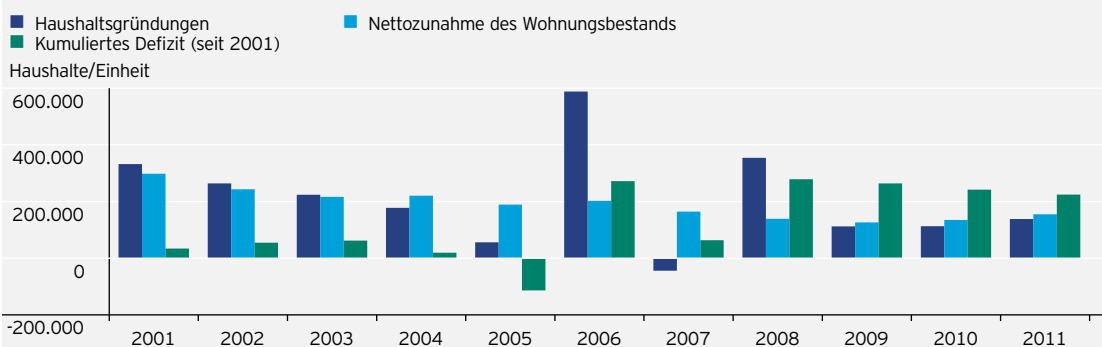
In Großbritannien wird die Bevölkerung voraussichtlich um 6,1% wachsen. Bei diesem Bevölkerungswachstum ist in Großbritannien mit einer

**Abb. 6: Aufteilung der EU-Bevölkerung nach der Wohnungsart: Eigenheim versus Mietwohnung**



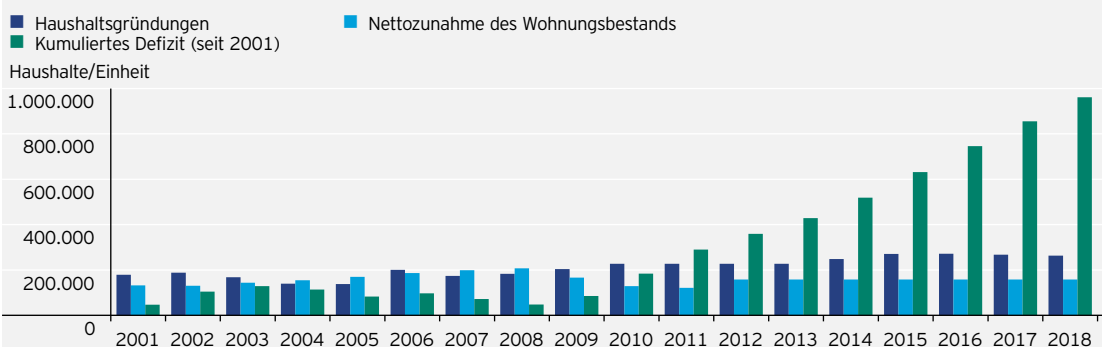
Daten für 2011 (aktuellster verfügbarer Stand). Die Schweiz, Island, Norwegen und Kroatien waren 2011 keine EU-Mitglieder. Keine Angaben für Irland.  
 Quelle: Eurostat, September 2013.

**Abb. 7: Wohnungsangebot und Haushaltsgründungen in Deutschland**



Quelle: Statistisches Bundesamt, Invesco Real Estate. Juli 2013.

**Abb. 8: Wohnungsangebot und Haushaltsgründungen in Großbritannien**



Quelle: Eurostat. Juli 2013.

größeren Wohnungsknappheit zu rechnen als in Deutschland.

verringert, ist aber - regional unterschiedlich - noch immer vorhanden.

- **Angebot an neuen Wohnungen:** In Deutschland ist die Zahl der jährlich fertiggestellten Wohnungen seit 2001 von etwa 300.000 auf unter 160.000 gefallen (Abb. 7). In Verbindung mit den Haushaltsgründungen hat der Rückgang des Wohnungsbaus zu einem Wohnungsdefizit geführt. Dieses Defizit hat sich in den letzten Jahren zwar

Die Zahlen für Großbritannien sprechen eine noch deutlichere Sprache. In acht der letzten zwölf Jahre ist die Nettozunahme des Wohnungsbestands hinter den Haushaltsgründungen zurückgeblieben. So hat sich im Laufe der Zeit ein riesiges Wohnungsdefizit aufgebaut (Abb. 8).

**Tab. 3: Typische Merkmale deutscher Mietverträge**

	Typische Vertragsbedingungen (Mehrfamilienhäuser)
Vertragsart	Schriftlich (BGB); wenn mündlich / nicht nach 1 Jahr erneuert, dann gelten die Verträge unbefristet
Mietdauer	Nach Vereinbarung
Möbliert/unmöbliert	Unmöbliert; i.d.R. ohne Küche, Vermieter wird für Küche nicht entschädigt
Miethöhe	Bei Neuverträgen nach Vereinbarung; Mietänderungen sind stark reguliert
Mieterhöhungen/-senkungen	Keine Senkungen, regulierte Erhöhungen (z.B. 20% in 3 Jahren, inflationsindexiert)
Nebenkosten	Vermieter zahlt sie, aber legt sie überwiegend auf den Mieter um
Mietkaution	3 Monatsmieten
Kündigungsfrist	3 bis 12 Monate, je nach Mietdauer
Renovierung	Mieter beseitigt über übliche Abnutzung hinausgehende Schäden, inkl. Türen, Wände, Heizung
Räumung	Gerichtlich einzuklagen oder nach Ablauf des Mietvertrags

Quelle: Invesco Real Estate, August 2013.

**Tab. 4: Typische Merkmale britischer Mietverträge**

	Typische Vertragsbedingungen (Mehrfamilienhäuser)
Vertragsart	Schriftlich (Mietverträge vom Standardtyp Assured Shorthold)
Mietdauer	Mindestens 6 Monate, aber keine Obergrenze
Möbliert/unmöbliert	In der Regel unmöbliert
Miethöhe	Freier Markt, nach Vereinbarung
Mieterhöhungen/-senkungen	Nach Vereinbarung
Nebenkosten	Vermieter
Mietkaution	6 Wochenmieten
Kündigungsfrist	Mieter 1 Monat, Vermieter 2 Monate
Renovierungskosten	Vermieter, außer über die übliche Abnutzung hinausgehende Schäden
Räumung	Gerichtlich einzuklagen oder nach Ablauf des Mietverhältnisses

Quelle: Invesco Real Estate, August 2013.

### Gibt es ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage?

In Deutschland ist die Kluft zwischen Angebot und Nachfrage nicht groß. Angesichts des regional unterschiedlichen Bevölkerungswachstums ist die Wahl von Standorten mit stetigem Bevölkerungswachstum für den Anlageerfolg unabdingbar.

Wenn in Großbritannien die Wohnungsbautätigkeit auf dem heutigen Niveau verharret, dürften 2020 1 Million Wohnungen fehlen. Diese wachsende Angebotslücke wird den Aufwärtstrend der Immobilienpreise verstärken. Die zunehmende Unerschwinglichkeit von Eigenheimen dürfte dazu führen, dass das in den letzten Jahren verzeichnete Wachstum des Mietmarkts anhält.

### Typische Marktmerkmale

Der deutsche und der britische Wohnimmobilienmarkt sind sehr verschieden. Der deutsche Mietmarkt ist vor allem durch seine starke Regulierung gekennzeichnet. So genießt der Mieter ein hohes Maß an Schutz, beispielsweise durch die strenge Regulierung von Mieterhöhungen (Tab. 3).

Der britische Mietmarkt ist dagegen wenig reguliert. Der Mieterschutz ist Verhandlungssache, und die Mieten können in Abhängigkeit von den Marktkräften steigen oder fallen (Tab. 4).

### Fazit: Was spricht für Mehrfamilienhäuser als alternative Immobilienanlage?

IRE hält europäische Wohnimmobilien in einem gemischten Immobilienportfolio oder einem Multi-Asset-Portfolio für eine sinnvolle Beimischung. Dafür sprechen im Wesentlichen fünf Gründe:

Erstens haben der deutsche und der britische Mehrfamilienhausmarkt verglichen mit den Gewerbeimmobilienmärkten eine beträchtliche Größe. Zweitens sind Mehrfamilienhäuser mit anderen Assetklassen wie Gewerbeimmobilien, Aktien und britischen Staatsanleihen niedrig korreliert. Drittens hat der Mehrfamilienhausmarkt eine bessere Wertentwicklung verzeichnet als andere Immobilienmarktsegmente (auch risikobereinigt) – auch wenn nicht garantiert ist, dass es so bleibt. Viertens ist das Angebots-Nachfrage-Verhältnis zurzeit günstig. Und nicht zuletzt bietet der Wohnimmobilienmarkt aufgrund seiner zahlreichen Teilspektoren dem Investor vielfältige Anlagegelegenheiten.

*John German,  
Director - Residential Investment, Europe  
Invesco Real Estate*

### Anmerkungen:

- 1 Quelle: Eurostat, Juli 2013.
- 2 Quelle: IPD, IRE, September 2013.

# Europa auf dem Weg der Besserung

Seit Beginn der Eurokrise waren die Schlagzeilen aus Europa selten gut. Weitgehend unbeachtet ist aber viel getan worden, um die europäischen Probleme zu lösen. Wir analysieren, was dies für Aktieninvestoren bedeutet.

Auf den ersten Blick scheinen europäische Aktien eine sehr riskante Anlage zu sein: Man denke an die hohe Arbeitslosigkeit und die hohe Staatsverschuldung, die gelegentliche Unentschlossenheit der europäischen Politik und die strukturellen Probleme. Hinzu kommen negative Schlagzeilen – etwa aus Zypern, das im Frühjahr auf ein Rettungspaket angewiesen war, und aus Italien und Portugal, wo die Politik Sorgen macht. Zumindest in der Theorie sind das viele Gründe, von Investitionen in europäische Aktien abzusehen. Aber warum halten wir Europa dann für eine so attraktive Anlageregion?

Der Grund ist einfach. Europa ist einer der weltweit am niedrigsten bewerteten Märkte. Die Gewinne sind – konjunkturbedingt – schwach und die Bewertungen sind im Vergangenheitsvergleich attraktiv (Abb. 1). Die noch immer hohen Risikoprämien (Abb. 2) lassen vermuten, dass die Investoren nach wie vor skeptisch sind und die bisweilen sehr attraktiven Sektor- und Länderbewertungen übersehen.

## Fortschritte an der Peripherie

Es gibt die Theorie, dass in Europa der Schuldenabbau, die Sparprogramme und die strukturellen Schwächen die Konjunktur und die Unternehmensgewinne noch viele Jahre dämpfen werden. Dabei wird aus unserer Sicht aber übersehen, dass einige der größten Belastungsfaktoren in den letzten zwei Jahren nachgelassen haben und Europa bei seinem Kampf gegen wichtige Ungleichgewichte große Fortschritte gemacht hat.

Viele der Reformen in den Peripherieländern in den letzten Jahren zeitigen jetzt erste Erfolge. Die strukturellen Defizite haben sich nach den drastischen Steuererhöhungen und Staatsausgabenkürzungen deutlich verringert (Abb. 3), und aus Leistungsbilanzdefiziten sind rasch Überschüsse geworden (Abb. 4). Beides dürfte die Staatsfinanzen stabilisieren. Zwar wird mit weiteren Sparmaßnahmen gerechnet, aber mit weniger ausgeprägten. Das Verhältnis zwischen Sparen und Wachstum wird sich verbessern.

## Unterschätzen Sie die Arbeitsmarktreformen nicht

Die Regierungen der Peripherieländer haben zahlreiche Reformen und Gesetzen verabschiedet, um das Wachstum zu stimulieren. Dazu zählen auch Arbeitsmarktreformen (Tab. 1), die zu einem Rückgang der Lohnstückkosten geführt haben. Es wird deshalb wieder mehr exportiert, und es gibt deutliche Anzeichen für eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit. Zwar muss noch mehr getan werden, aber die ersten Schritte stimmen positiv.

## Die Finanzen stabilisieren sich

Nach den sehr strengen Kreditbedingungen in den letzten Jahren entspannt sich die Lage jetzt. Der vierteljährliche ECB Lending Survey war im Juli durchaus ermutigend. Erstmals seit 2008 ist das Verbraucherkreditvolumen wieder gestiegen. Zwar

werden die Kreditbedingungen für kleinere und mittlere Unternehmen sowie für Großunternehmen nach wie vor strenger, doch lässt das Tempo der Straffung nach (Abb. 5) und die Stimmungsindikatoren signalisieren eine Verbesserung in den kommenden sechs

Abb. 1: Shiller-KGVs im Vergleich

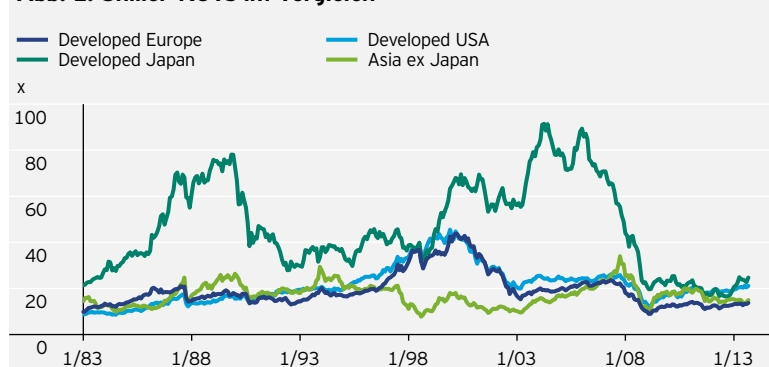
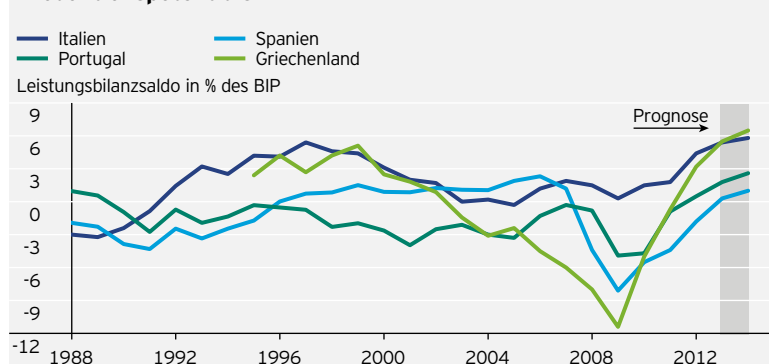


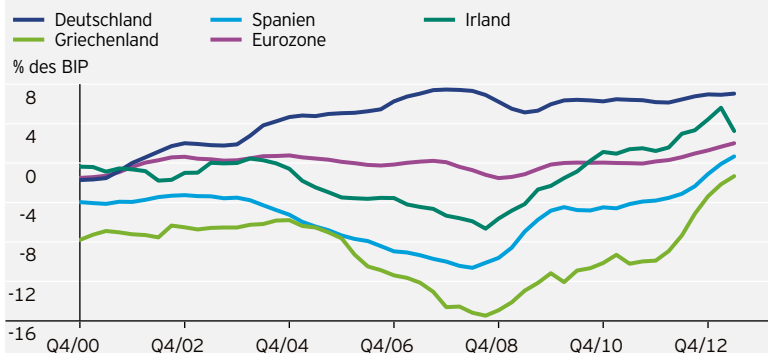
Abb. 2: Implizite Risikoprämie europäischer Aktien



Abb. 3: Konjunkturbereinigter Primärsaldo des Staates in % des Produktionspotentials



**Abb. 4: Leistungsbilanzsaldo**



Quellen: Eurostat, Thomson Datastream, HSBC. Stand 6. September 2013, aktuellste Daten für Spanien: Q1/Q2 2013.

bis zwölf Monaten (Abb. 6). In Spanien und Italien hat sich die Liquiditätssituation in den Krisen Jahren zwar deutlich verschlechtert, doch sind die Abflüsse ausländischen Kapitals hier jetzt zum Stillstand gekommen. Auch stabilisieren sich in beiden Ländern die Kreditzinsen für kleine und mittlere Unternehmen. Wir finden die Reformen der Bankensysteme von Problemländern wie Spanien ermutigend. Mit der Rekapitalisierung des Bankensektors dürften die mit Immobilien besicherten Problemkredite an Bedeutung verlieren, so dass es den Banken leichter fallen dürfte, einen Teil zur Konjunkturerholung beizutragen.

#### Das Wachstum kehrt zurück ...

Die unumgänglichen staatlichen Sparprogramme sind weitgehend abgeschlossen, und die Liquiditätssituation verbessert sich. Das Vertrauen kehrt daher

**Tab. 1: Arbeitsmarktreformen im Euroraum**

	Kürzungen des Arbeitslosengelds	Lockerung des Kündigungsschutzes	Flexibilisierung von Tarifverhandlungen	Löhne und Gehälter	Sonstiges
<b>Deutschland (2003-2005)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Maximal ein Jahr Arbeitslosengeld statt bisher 2,5 Jahre</li> <li>- Anspruch verfällt, wenn eine angebotene Stelle nicht angenommen wird</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Liberalisierung der Zeitarbeit, um den Kündigungsschutz zu lockern</li> <li>- Weniger Kündigungsschutz für Mitarbeiter kleiner Firmen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Drohung mit „Öffnungsklauseln“ zwang die Gewerkschaften zu mehr Flexibilität, insbesondere beim Thema Arbeitszeit</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Keine direkten gesetzlichen Eingriffe, aber die hohe Arbeitslosigkeit zwang die Gewerkschaften, niedrigere Löhne zu akzeptieren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Reform der Bundesanstalt für Arbeit</li> <li>- Anreize zur Existenzgründung</li> <li>- Kontrolle der Sozialabgaben</li> </ul>
<b>Griechenland (2009-2012)</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Niedrigere Abfindungen</li> <li>- Flexible Beschäftigungsformen</li> <li>- Abschaffung einseitig beantragter Schlichtungsverfahren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ende der automatischen Tarifvertragsverlängerung</li> <li>- Maximal 3 Jahre Laufzeit</li> <li>- Vereinbarungen auf Unternehmensebene brechen Vereinbarungen auf Branchenebene</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mindestlohn um 22% gesenkt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Löhne eingefroren</li> <li>- Liberalisierung der Kammerberufe</li> </ul>
<b>Portugal (2011-2012)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Geringere Höhe und Zahlungsdauer (maximal 12 statt wie bisher 15 Monate)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Niedrigere Abfindungen (Absenkung auf EU-Durchschnitt)</li> <li>- Leichtere Kündigung einzelner Mitarbeiter</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Gewisse Dezentralisierung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Überstundenvergütung halbiert</li> <li>- Urlaub um 7 Tage gekürzt</li> <li>- Mindestlohn eingefroren (bislang 50% unter dem griechischen Niveau)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Absenkung der Arbeitszeit in Krisenzeiten (ähnlich der Kurzarbeit in Deutschland)</li> </ul>
<b>Spanien (2011-2012)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Arbeitslosengeld nur bei Bedürftigkeit (Anreiz, eine Abfindung zu akzeptieren)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Verringerung der maximalen Abfindungshöhe (von 44 Tage/Jahr auf 33 bzw. 20 Tage/Jahr)*</li> <li>- Beschränkung auf befristete Arbeitsverträge (bis zu 2 Jahren)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Unternehmen können aus Flächen-tarifverträgen aussteigen</li> <li>- Ende der automatischen Verlängerung von Tarifverträgen</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sozialversicherung setzt Anreize, junge Mitarbeiter einzustellen</li> <li>- Anreize zur Existenzgründung</li> <li>- Aufstockung der Mittel für die Arbeitsagentur</li> </ul>
<b>Italien (2012)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vereinfachung der Arbeitslosengeldregelungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Automatische Wiedereinstellung eingeschränkt (Art. 18 des Arbeitsgesetzbuches)</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>- Anreize, junge Leute einzustellen</li> <li>- Anreize zur Existenzgründung</li> <li>- Liberalisierung der Kammerberufe</li> </ul>

\* Für alle Verträge. Die Vorgängerregierung hatte diese Regelung bereits für „neue“ Verträge eingeführt, was in der Praxis aber keine große Bedeutung hatte.  
Quelle: Berenberg "The Return of Economics", 2. August 2013.

nach Europa zurück. Nach sechs Quartalen der Rezession ist das BIP im 2. Quartal 2013 wieder gewachsen – um 0,3%. Dabei lieferten sowohl die Binnennachfrage als auch die Nettoexporte positive Beiträge. Der Einkaufsmanager-Gesamtindex ist im September auf 52,2 gestiegen, was für weitere Fortschritte im 3. und im 4. Quartal spricht. Auch die spanische Wirtschaft dürfte irgendwann wieder zu wachsen beginnen, nachdem sie im 2. Quartal nur wenig geschrumpft ist. Für die kommenden Jahre erwarten wir aber keine starke Erholung. Wir rechnen lediglich damit, dass die sehr strenge Kreditvergabepraxis der letzten Jahre und die staatliche Sparpolitik etwas gelockert werden. Wenn die Wirtschaft wächst, wird dies für den Staat und die privaten Haushalte gleichermaßen günstig sein.

### ... und die Bewertungen bleiben attraktiv

Trotz der sehr guten Aktienmarktentwicklung seit Juli 2012 sind europäische Aktien gemessen an vielen Kennziffern noch immer unterbewertet, und die Erwartungen sind vergleichsweise pessimistisch. Das aktuelle Shiller-KGV für den europäischen Aktienmarkt<sup>1</sup>, bei dem die Gewinne um Konjunkturfaktoren bereinigt werden, liegt noch immer um 24% unter dem langfristigen Median. In Ländern wie Spanien und Italien ist der Abstand des Shiller-KGVs zum langfristigen Durchschnitt sogar noch höher. Die Risikoprämie zeigt, dass europäische Aktien noch immer als überdurchschnittlich riskant gelten; sie liegt nach wie vor deutlich über dem Vergangenheitsdurchschnitt. Nur ein kleiner Teil der bisherigen Fortschritte ist bereits in den Kursen berücksichtigt, und die Aussicht auf weitere Verbesserungen wird vom Markt bislang ebenfalls ignoriert.

### Nicht alle Einzelwerte und Sektoren sind gleich

Das Ende einer Rezession und ein beginnender Aufschwung sind auch dann gut für die Unternehmensgewinne, wenn das Wachstum gering ausfällt. In den letzten drei Jahren hatte die Unternehmensgewinne kaum zugelegt; heute liegen sie im Durchschnitt etwa 25% unter dem Höchststand des Jahres 2007<sup>2</sup>, wobei es durchaus sektorspezifische Unterschiede gibt. In den Sektoren Banken, Verkehr, Versicherungen und Bau sind die Gewinne am stärksten eingebrochen. Wenn sich die Konjunktur in Europa jetzt erholt, dürften Sektoren, die am stärksten unter der Krise gelitten hatten, am stärksten aufholen. Ermutigend ist, dass die Gewinndynamik allmählich Fortschritte macht und nicht mehr so negativ ist wie bisher. Üblicherweise ist die Gewinndynamik ein Positivindikator für konjunktursensitive Werte sowie Aktien insgesamt. Die Frühindikatoren lassen vermuten, dass die Unternehmensgewinne in den kommenden zwölf Monaten wieder wachsen (Abb. 7).

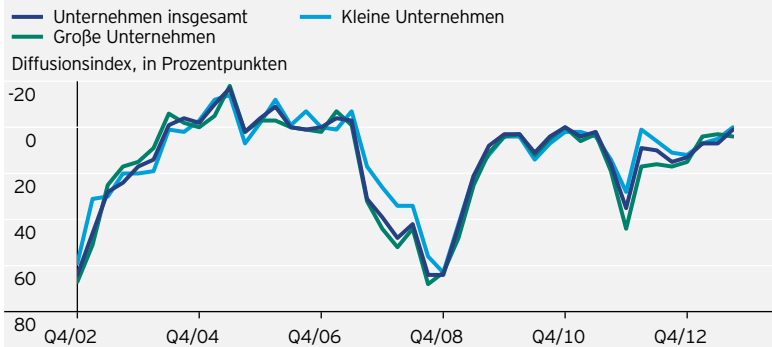
Wenn sich die Investoren weniger Sorgen über die Konjunktur machen, dürfte die Einzelwertauswahl wieder an Bedeutung gewinnen. In Europa gibt es eine Reihe erfolgreicher, gut geführter Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen. Viele von ihnen haben ihre Stärken: krisenfeste Geschäftsmodelle, ein fähiges Management und eine gute Marktposition. Die Finanzsituation der europäischen Unternehmen bleibt gut. Viele Industrieunternehmen aus dem MSCI Europe verfügen über hohe Nettokassebestände. Auch ist der Verschuldungsgrad seit seinem Höchststand im Jahr 2009 gefallen.<sup>3</sup> Unserer Ansicht nach gibt es viele attraktive europäische Unter-

nehmen aus unterschiedlichen Sektoren, die günstig bewertet sind.

All diese Entwicklungen, seien es die Reformen in den Peripherieländern oder die Wiederbelebung der Konjunktur, haben nicht nur Auswirkungen auf die

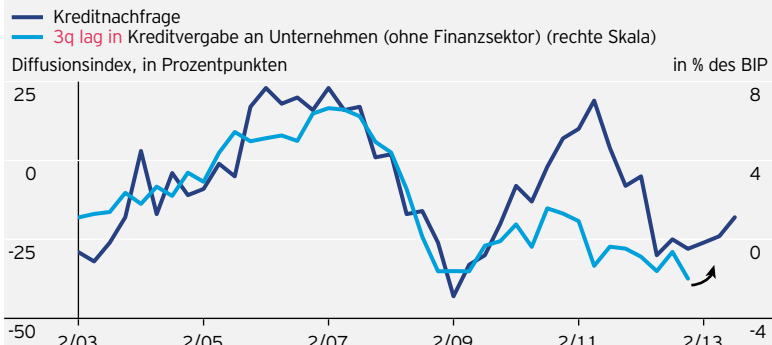
**Abb. 5: Kreditbedingungen im Euroraum - kleine Unternehmen, große Unternehmen und Unternehmen insgesamt**

Over the past three months, how have your bank's credit standards as applied to the approval of loans or credit lines to enterprises changed?



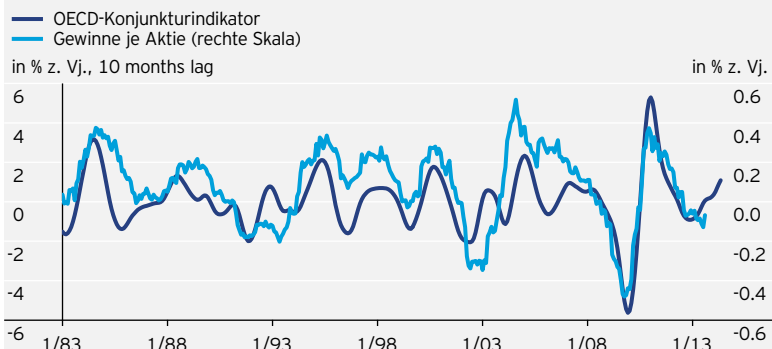
Anmerkung: Die Zahlen für das 3. Quartal 2013 sind Prognosewerte.  
Quellen: Thomson Datastream, BofAML Global Research European Investment Strategy.  
Stand 8. August 2013.

**Abb. 6: Kreditnachfrage im Euroraum und Kreditvergabe an Unternehmen (ohne Finanzsektor)**



Quellen: Thomson Datastream, Haver, BofAML Global Research European Investment Strategy.  
Stand 8. August 2013.

**Abb. 7: OECD-Konjunkturindikator für die G7 und Gewinne je Aktie**  
G7 OECD business cycle indicator leads European EPS growth by almost a year (Korrelation = 0,72)



Quellen: Thomson Datastream, BofAML Global Research European Investment Strategy.  
Stand 27. August 2013. Letzter Datenpunkt der Gewinne je Aktie: 15. August 2013.

**Tab. 2: Shiller-KGVs für Europa und ausgewählte europäische Länder**

	Aktuelles Shiller-KGV(x)	Langfristiger Median (x)	Abschlag vom langfristigen Median
Europa	15,2	20,0	-24%
Eurozone	13,8	20,7	-33%
Großbritannien	14,8	18,5	-20%
Deutschland	17,6	20,4	-14%
Frankreich	15,0	23,3	-36%
Italien	9,0	26,0	-65%
Spanien	10,3	20,2	-49%
Portugal	10,5	15,1	-30%

Quellen: JP Morgan Cazenove, Thomson Datastream. Alle Angaben auf Basis von MSCI-Indizes mit Ausnahme der Angaben für den Euroraum, die auf dem Thomson Datastream Index beruhen, herangezogen haben. Auf Basis von Daten ab dem 31. Januar 1970, falls nicht anders angegeben. Das Shiller-KGV ist der Quotient aus dem Kurs und dem Zehnjahresdurchschnitt der realen Gewinne je Aktie. Stand 17. September 2013.

Richtung der Aktienmärkte, sondern auch auf die einzelnen Branchen und Sektoren. In den letzten Jahren haben die Anleger europäische Aktien entweder generell gemieden oder sich auf „sichere“ Qualitätstitel beschränkt. Sie erscheinen inzwischen hoch bewertet, obwohl in vielen Branchen wie Tabak, Getränke und Konsumverbrauchsgüter zurzeit deutlich höhere Gewinne erzielt werden als im Jahr 2007, dem letzten Boomjahr.<sup>4</sup> Wenn die recht hohe Risikoprämie für europäische Aktien zurückgeht und die Investoren die Konjunktur wieder optimistischer einschätzen, könnte es zu einer Branchenrotation weg von diesen vermeintlich „sicheren“ Sektoren kommen. Der Wunsch nach Qualität und Sicherheit um jeden Preis lässt nach. Substanzwerte und konjunktursensitive Titel könnten dann wieder attraktiver werden.

Wir bevorzugen daher den Finanzsektor sowie ausgewählte Industrie- und Konsumgebrauchsgüterwerte, beispielsweise Medien- und Automobilaktien. Hier

sind viele Aktien gemessen an den Unternehmensgewinnen unterbewertet. Unserer Ansicht nach ist das Risiko-Ertrags-Profil dieser Sektoren deutlich attraktiver als das vieler defensiver Wachstumswerte, etwa aus den Branchen Konsumverbrauchsgüter und Luxusgüter, die die Investoren während der Eurokrise bevorzugt haben.

Kommen wir zur Länderebene. Hier erscheinen Titel aus den Peripherieländern eindeutig am attraktivsten, insbesondere bei einer konjunkturbereinigten Betrachtung (Tab. 2).

Dies gilt insbesondere für Spanien. Hier sind die Unternehmensgewinne noch weit von ihrem bisherigen Höchststand entfernt und die konjunkturbereinigten Kennziffern befinden sich nahe ihren Allzeittiefs. Es gibt aber immer mehr Hinweise darauf, dass die Konjunktur bald ihren Tiefpunkt erreicht hat und sich wieder erholt.

### Fazit

Die Probleme Europas sind wohl bekannt, aber immer mehr Indikatoren und Daten zeigen, dass Europa die Wende zum Besseren gelungen ist und die Krisenjahre vorbei sind. Die Maßnahmen der Regierungen und der EZB sind eine solide Basis für eine Erholung in den kommenden Jahren. Die Investoren dürften europäischen Aktien dann wieder mehr vertrauen - aber auch die einzelnen Sektoren anders einschätzen als bisher.

*Joel Copp-Barton, Product Director  
Invesco Perpetual*

### Anmerkungen:

- 1 Quelle: JP Morgan Cazenove Europe Equity Research, Thomson Datastream, Stand 17. September 2013, Shiller-KGV auf Basis der Gewinne der letzten zehn Jahre.
- 2 UBS Global Securities Research, Thomson Datastream. Stand 2. September 2013.
- 3 Quellen: Morgan Stanley Research, MSCI, Worldscope, IBES; Stand 25. Oktober 2013. Ohne Finanzsektor.
- 4 UBS Global Securities Research, Thomson Datastream. Stand 2. September 2013.

# Neuere Ansätze der Portfolio-Optimierung: Teil 10

Im letzten Beitrag dieser Reihe haben wir den Black-Litterman-Ansatz vorgestellt. Er kann zwar – anders als ältere Konzepte – individuelle Ertragserwartungen berücksichtigen, hat aber aufgrund seiner restriktiven Modellannahmen auch Schwächen. Abhilfe schafft das von Meucci eingeführte Copula Opinion Pooling.

Zweifelloso hat die Möglichkeit, eigene relative und absolute Ertragserwartungen bei der Portfoliooptimierung zu berücksichtigen, einen entscheidenden Anteil an der großen Beliebtheit des Black-Litterman-Ansatzes (BL-Ansatzes) unter Portfoliomanagern. Dies sollte aber nicht über die Schwächen des Konzepts hinwegtäuschen: So hängen die erwarteten Renditen in der BL-Modellwelt auch von der Abgrenzung des Marktportfolios ab, und über die in Kapitalmarktmodellen stets problematische Annahme gemeinsam normalverteilter Renditen haben wir in dieser Reihe wiederholt geschrieben. Sie widerspricht nicht nur der Realität, sondern hat auch zur Folge, dass ausschließlich Erwartungen zum Mittelwert und zur Standardabweichung berücksichtigt werden können.

In diesem Beitrag wird das von Meucci (2005, 2006b, 2006a, 2010c, 2010a, 2010b) eingeführte Copula Opinion Pooling (COP) vorgestellt. Das COP-Modell kann als eine Erweiterung des BL-Ansatzes aufgefasst werden, da es dessen Schwächen umgeht.

## Copula Opinion Pooling

Gemeinsam ist beiden Verfahren die Kombination der *a-priori*-Verteilung des Marktes mit den individuellen Erwartungen des Anlegers zu einer *a-posteriori*-Verteilung, aus der im Rahmen der Portfoliooptimierung die Allokation abgeleitet wird. Der Hauptunterschied beider Verfahren ist die Art und Weise, wie die *a-priori*-Verteilung des Marktes und die subjektiven Erwartungen zu spezifizieren sind. Auch kann die *a-posteriori*-Verteilung beim COP-Ansatz nicht in geschlossener Form hergeleitet werden, so dass Monte-Carlo-Simulationen nötig sind.

Im BL-Modell werden die Marktrenditen unter Verwendung des CAPM-Gleichgewichtsmodells bestimmt; die Ertragserwartungen für die Aktiva können entweder als absolute oder relative Renditeprognosen spezifiziert werden. Dabei werden normalverteilte Marktrenditen und Ertragserwartungen unterstellt. Diese Kernannahmen sind aber in der Praxis zu restriktiv. Dies ist der Ansatzpunkt des COP-Modells. Es erlaubt eine flexiblere Modellierung der Marktrenditen und schafft zusätzliche Möglichkeiten der Erwartungsspezifikation.

Beim COP-Modell muss nicht zwingend eine *a-priori*-Verteilung der Renditen der Finanzaktiva vorgegeben werden. Ausgangspunkt kann auch ein faktorbasierendes Risikomodell mit einer dazugehörigen statistischen Verteilung sein; die *a-priori*-Verteilung kann generell für einen beliebigen ( $N \times 1$ ) Zufallsvektor angegeben werden. Die Annahme gemeinsam normalverteilter Zufallsvariablen ist ebenfalls verzichtbar. Dabei lässt sich das Copula-Konzept anwenden. Die Copula ist eine Funktion, die für Zufallsvariablen mit beliebigen Randverteilungen mittels Monte-Carlo-Simulation eine gemeinsame Wahrscheinlichkeitsverteilung herleitet.

Für die statistische Modellierung von Finanzmarktrenditen könnten so GARCH-Modelle oder auch geeignete unbedingte Verteilungen wie die Generalisierte Hyperbolische Verteilung verwendet werden. Die Abhängigkeiten zwischen den einzelnen Finanzaktiva ließen sich dann mit einer Student's t-Copula erfassen, die die Randabhängigkeiten zwischen den einzelnen Aktiva gezielt berücksichtigt.

Der zweite Unterschied des COP-Ansatzes gegenüber dem BL-Modell ist die Art und Weise, wie die Renditeerwartungen („views“) angegeben werden. Beim BL-Ansatz fließen nur die Erwartungswerte der Renditen in die Optimierung ein – oder, technisch gesprochen, die Lageparameter  $\mu$  der Normalverteilung. Beim COP-Ansatz werden hingegen die vollständigen Verteilungsfunktionen berücksichtigt. So kann der Anwender außer Punktprognosen auch Intervallprognosen angeben. Ähnlich wie beim BL-Ansatz muss der Nutzer für jede seiner  $K$  Erwartungen ein Konfidenzniveau  $c_k$  mit  $k = 1, \dots, K$  sowie die sogenannte Pick-Matrix angeben.

Insgesamt bietet aber auch der zweite Hauptbestandteil des COP-Ansatzes im Vergleich zum BL-Modell dem Anwender einen größeren Gestaltungsspielraum. Allerdings hat die größere Flexibilität auch ihren Preis. Anders als beim BL-Modell ist die *a-posteriori*-Verteilung in der Regel nicht in geschlossener Form herleitbar. Meist bedarf es einer Monte-Carlo-Simulation.

Der COP-Ansatz gliedert sich in die folgenden fünf Schritte (Meucci, 2006a), die wir im Folgenden näher erläutern:

1. eine Rotation der *a-priori* Verteilung in den view-Raum,
2. die Berechnung der view-Verteilungsfunktion und der *a-priori*-Copula,
3. die Berechnung der *a-posteriori*-Randverteilungen der views,
4. die Ermittlung der gemeinsamen *a-posteriori*-Verteilungsfunktion der views,
5. die Ermittlung der gemeinsamen *a-posteriori*-Verteilung der Marktrenditen (Marktverteilung).

Ausgangspunkt des COP-Ansatzes ist eine Monte-Carlo-Simulation  $\mathcal{M}$  für  $N$  Zufallsvariablen vom Umfang  $J$  (zum Beispiel die Renditen der in einem Portfolio enthaltenen Finanzinstrumente). Diese ( $J \times N$ )-Matrix kann beispielsweise dadurch gewonnen werden, dass mit dem zugrundeliegenden Copula-Modell Zufallsvariablen erzeugt werden. Die  $j$ -te Zeile dieser Matrix ist ein mögliches Tupel der gemeinsamen Marktverteilung. Dabei ergeben sich die Merkmalsausprägungen aus dem gewählten Randverteilungs-

modell und die Abhängigkeiten zwischen den Zufallsvariablen aus der gewählten Copula.

Im **ersten Schritt** werden die  $(J \times N)$  simulierten Werte  $\mathcal{M}$  in das Koordinatensystem der *views*,  $\mathcal{V}$ , übertragen. Formal entspricht dies einer Matrizenmultiplikation:  $\mathcal{V} = \mathcal{M} \bar{P}^t$ , wobei  $\bar{P}$  ähnlich wie im BL-Modell für eine invertierbare  $(N \times N)$  *Pick*-Matrix steht. Der qualitative Unterschied zwischen der *Pick*-Matrix im BL-Modell und der *Pick*-Matrix  $\bar{P}$  im COP-Ansatz sind ihre verschiedenen Dimensionen. Im BL-Modell hatte die *Pick*-Matrix die Dimension  $(K \times N)$ , wobei jede Zeile einer absoluten bzw. relativen Ertragserwartung entsprach. Im COP-Verfahren ist die Dimension hingegen  $(N \times N)$ . Die ersten  $K$ -Zeilen von  $\bar{P}$  enthalten auch hier die Finanzaktiva, die restlichen  $(N - K)$  Zeilen werden mit dem (orthogonalen) Komplement  $P^\perp$  der Dimension  $((N - K) \times N)$  aufgefüllt, so dass  $\bar{P} = (P|P^\perp)^t$  ist.

Im **zweiten Schritt** werden die ersten  $K$  Spalten von  $\mathcal{V}$  der Größe nach sortiert, so dass man die  $(J \times K)$  Matrix  $\mathcal{W}$  gewinnt. Die Spaltenelemente von  $\mathcal{W}$  genügen den Relationen  $\mathcal{W}_{1,k} \leq \mathcal{W}_{2,k} \leq \dots \leq \mathcal{W}_{J,k}$  für  $k = 1, \dots, K$ .

Die *a-priori*-Verteilungsfunktion des  $k$ -ten *views* kann ebenfalls anhand der Ordnungsstatistiken gewonnen werden:  $C_{j,k} = F_k(\mathcal{W}_{j,k}) = j / (J + 1)$ .

Im **dritten Schritt** werden die *a-posteriori*-Randverteilungen  $\tilde{F}_{\cdot,k}$  der  $K$  *views* bestimmt. Im COP-Modell geschieht dies durch die Berechnung von gewichteten Mittelwerten. Die Randverteilungen haben folgenden Verlauf:

$$(1) \quad \tilde{F}_{j,k} = c_k \hat{F}_k(\mathcal{W}_{j,k}) + (1 - c_k) \frac{j}{J+1}$$

wobei  $c_k \in [0, 1]$  das Konfidenzniveau des  $k$ -ten *views* und  $\hat{F}_k$  die zugehörige Verteilungsfunktion bezeichnet. Wie bereits erwähnt, muss der Anwender seine *views* als Verteilungsfunktionen formulieren. Dies kann, analog zum BL-Modell, die Normalverteilungsfunktion sein. Bei gleichverteilten Erwartungen innerhalb eines vorgegebenen Intervalls  $[a, b]$ , kann die Verteilungsfunktion für den  $k$ -ten *view* aber auch als

$$(2) \quad \hat{F}_k(u) = \begin{cases} 0 & u \leq a_k \\ \frac{u - a_k}{b_k - a_k} & u \in [a_k, b_k] \\ 1 & u \geq b_k \end{cases}$$

spezifiziert sein. Ebenso denkbar sind mehrgipflige Dichtefunktionen oder trunkierte Verteilungsfunktionen. Prinzipiell kann der Anwender jedwede Verteilungsfunktion für einen *view* angeben.

Im **vierten Schritt** müssen die gewonnenen *a-posteriori*-Randverteilungen zu der gemeinsamen *a-posteriori*-Verteilung der *views*,  $\tilde{\mathcal{V}}$ , zusammengefasst werden, einer Quantilsfunktion. Dies geschieht mittels linearer Interpolation der empirischen Copula-Elemente  $C_{j,k}$  anhand der Wertepaare  $(\mathcal{W}_{\cdot,k}, \tilde{F}_{\cdot,k})$ .

Im **fünften und letzten Schritt** bedarf es noch der Rücktransformation der *views*-Quantilsfunktion in das Koordinatensystem der Marktverteilung. Zur Erinnerung: Die Matrix  $\mathcal{V}$  hat die Dimension  $(J \times K)$  und das Panel  $\mathcal{M}$  der Marktverteilung die Dimension  $(J \times N)$ . Um gleiche Ordnungen zu erreichen, werden nun die letzten  $(N - K)$  Spalten der Matrix  $\mathcal{V}$  von rechts an die Matrix  $\tilde{\mathcal{V}}$  angefügt ( $\tilde{\mathcal{V}} = (\tilde{\mathcal{V}} | \mathcal{V}_{\cdot, N-K:N})$ ) und mit der Inversen der *Pick*-Matrix  $\bar{P}$  von rechts multipliziert:  $\tilde{\mathcal{M}} = \tilde{\mathcal{V}} (\bar{P})^{-1}$ . Als Ergebnis erhält man  $J$  Realisationen, d.h. Monte-Carlo-basierte Simulationsergebnisse, der  $N$  Zufallsvariablen der Marktverteilung. Sie sind die Grundlage der weiteren Portfoliooptimierung.

## Anwendung

Im Rahmen eines vergleichenden Backtests wird das Copula-Opinion-Pooling-Verfahren jetzt auf die Optimierung eines Mischportfolios aus Aktien und Renten angewendet. Das Portfolio besteht im Aktienbereich aus generischen Futures auf den S&P 500, den DAX, den FTSE 100 sowie den Nikkei 225 im Rentenbereich aus Futures auf zehnjährige Staatsanleihen der USA, Deutschlands, Großbritanniens und Japans.<sup>1</sup> Betrachtet werden Monatsultimowerte von Oktober 1998 bis Juni 2013 und damit insgesamt 177 Beobachtungsvektoren der acht synthetischen Terminpreise. Dieser Gesamtzeitraum wurde in einen Stützzeitraum und einen Simulationszeitraum aufgeteilt. Der Stützzeitraum umfasst die ersten 120 diskreten Monatsrenditen – er beginnt also im November 1998 und endet im Oktober 2008. Der 56 Monate lange Simulationszeitraum reicht von November 2008 bis Juni 2013.

In einem ersten Schritt wurden deskriptive Kennziffern ermittelt. Außerdem wurde der Normalitätstest nach Anderson-Darling durchgeführt (Stephens, 1986). Tabelle 1 zeigt die Ergebnisse.<sup>2</sup>

Die Kennziffern sind typisch für Finanzmarktdaten: Die Renditen der Aktienmärkte sind linksschief ver-

**Tab. 1: Kennziffern für die Monatsrenditen im Stützzeitraum**

		Mittelwert	Standardabweichung	Minimum	Maximum	Schiefe	Wölbung	AD-test (p-Wert)
<b>Aktien</b>	USA	-0,30	4,53	-19,54	8,77	-0,95	4,85	0,00
	Deutschland	-0,24	6,90	-29,41	16,67	-1,12	5,90	0,00
	Großbritannien	-0,32	4,45	-15,21	7,66	-1,15	4,26	0,00
	Japan	-0,29	5,90	-22,59	11,15	-0,61	3,63	0,18
<b>Renten</b>	USA	0,24	1,68	-4,80	4,24	-0,23	2,95	0,76
	Deutschland	0,15	1,35	-3,09	2,80	-0,31	2,30	0,00
	Großbritannien	0,02	1,41	-3,63	3,10	-0,30	2,56	0,23
	Japan	0,17	1,15	-4,91	2,49	-1,31	6,43	0,00

Quelle: Invesco. Auf Basis von Monatsdaten für November 1998 bis Oktober 2008.

**Tab. 2: Randverteilungsparameter der Student's t-Copula (Schätzwerte)**

		Mittelwert	Standardabweichung	Schiefe	Freiheitsgrade
<b>Aktien</b>	USA	4,12	5,68	-2,12	10,82
	Deutschland	5,13	6,60	-1,54	4,40
	Großbritannien	4,45	5,47	-3,65	6,45
	Japan	-0,29	5,90		
<b>Renten</b>	USA	0,24	1,68		
	Deutschland	1,72	2,07	-2,81	2604,56
	Großbritannien	0,02	1,41		
	Japan	0,94	0,97	-1,22	3,70

Quelle: Invesco. Auf Basis von Monatsdaten für November 1998 bis Oktober 2008.

**Tab. 3: Abhängigkeiten zwischen den Renditen**

		<b>Aktien</b>				<b>Renten</b>			
		USA	Deutschland	Großbritannien	Japan	USA	Deutschland	Großbritannien	Japan
<b>Aktien</b>	USA	1,000	0,807	0,809	0,591	-0,142	-0,244	-0,172	-0,222
	Deutschland	0,361	1,000	0,786	0,534	-0,208	-0,355	-0,237	-0,221
	Großbritannien	0,363	0,335	1,000	0,571	-0,141	-0,224	-0,169	-0,199
	Japan	0,170	0,140	0,159	1,000	-0,118	-0,169	-0,171	-0,285
<b>Renten</b>	USA	0,008	0,006	0,008	0,009	1,000	0,364	0,305	0,152
	Deutschland	0,005	0,002	0,005	0,007	0,076	1,000	0,838	0,270
	Großbritannien	0,007	0,005	0,007	0,007	0,061	0,406	1,000	0,143
	Japan	0,005	0,005	0,006	0,004	0,033	0,053	0,032	1,000

Korrelationen hellgrün, Randabhängigkeitskoeffizienten dunkelgrün unterlegt.

Quelle: Invesco. Auf Basis von Monatsdaten für November 1998 bis Oktober 2008.

teilt, mit einer größeren Wölbung als bei einer Normalverteilung üblich. Nur für den japanischen Aktienmarkt lässt sich die Nullhypothese normalverteilter Renditen nicht verwerfen. Auch die Rentenmarktrenditen sind linksschief verteilt, doch ist die Wölbung gegenüber der Normalverteilung mit Ausnahme Japans geringer. Für den amerikanischen und den britischen Rentenmarkt kann die Nullhypothese normalverteilter Renditen nicht verworfen werden.

Aufgrund dieser Ergebnisse wurde als Randverteilungen für den US-amerikanischen, den deutschen und britischen Aktienmarkt sowie für die Rentenmärkte Deutschlands und Japans eine schiefe Student's t-Verteilung verwendet. Die Renditen der restlichen Märkte wurden als normalverteilt angenommen. Als gemeinsame Dichtefunktion haben wir aufgrund möglicher Randabhängigkeiten zwischen den einzelnen Märkten sowie einer Exzess-Wölbung die Student's t-Copula gewählt.

Die Schätzer der unbekannten Parameter dieses Verteilungsmodells wurden mit der *Inference from Margins*-Methode ermittelt. In einem ersten Schritt wurden hierzu die Parameter der Randverteilungen mit dem Maximum-Likelihood Verfahren bestimmt. Tabelle 2 zeigt die Ergebnisse.

Die Parameter der Student's t-Copula wurden durch numerische Maximierung der Pseudo-Likelihood-Funktion basierend auf den Perzentilen der Randverteilungen geschätzt. Als Startwerte wurden die Rangkorrelationen nach Kendall verwendet; außerdem wurde die Anzahl der Freiheitsgrade auf 5 gesetzt. Als Schätzer für die Anzahl der Freiheitsgrade

wurde 7,69 ermittelt. Tabelle 3 zeigt in der oberen Dreiecksmatrix die Abhängigkeiten zwischen den Renditen der acht Finanzinstrumente und in der unteren Dreiecksmatrix ihre Randabhängigkeitskoeffizienten.

Die Renditen der Aktienmärkte sind stark miteinander korreliert; am eigenständigsten ist noch die Entwicklung des Nikkei. Auch liegen ausgeprägte Randabhängigkeiten zwischen den Aktienrenditen vor, wobei auch hier wiederum Japan eine gewisse Ausnahme ist. Alle Aktienmarktrenditen sind negativ mit allen Rentenmarktrenditen korreliert. Die Abhängigkeiten zwischen den einzelnen Rentenmärkten sind hingegen geringer als die zwischen den einzelnen Aktienmärkten, so wie es auch bei den Randabhängigkeiten der Fall ist. Lediglich der deutsche und der britische Rentenmarkt sind eng miteinander korreliert, und auch der Randabhängigkeitskoeffizient ist für dieses Paar am höchsten.

Ein Goodness-of-Fit-Test für das Copula-Modell ergab einen t-Wert von 0,01386 bei einem p-Wert von 0,716, so dass die Nullhypothese des spezifizierten Copula-Modells nicht verworfen werden kann. Damit steht das Modell für die *a-priori*-Marktverteilung fest. Basierend auf den Schätzwerten für die gemeinsame Verteilung wurden 10000 Zufallsrenditevektoren für die acht Finanzinstrumente erzeugt. Diese Daten wurden für den gesamten Simulationszeitraum verwendet.

Die views für den Simulationszeitraum wurden anhand eines rekursiv geschätzten Vektor-Fehlerkorrekturmodells der logarithmierten Future-Preise mit ei-

**Tab. 4: Portfolioanteile in %**

		COP (konstant)	COP (adaptiv)	Buy-and-hold (Student's t)	Buy-and-hold (Normalverteilung)
<b>Aktien</b>	USA	0,0	6,5	0,0	0,0
	Deutschland	2,4	5,3	1,8	4,0
	Großbritannien	0,0	5,0	0,0	0,0
	Japan	0,8	8,2	0,0	0,0
<b>Renten</b>	USA	57,6	33,1	57,8	47,4
	Deutschland	23,1	23,4	21,4	0,0
	Großbritannien	0,0	2,1	0,0	0,0
	Japan	16,1	16,4	19,0	48,6
<b>Summe</b>		<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Durchschnittliche Anteile im Simulationszeitraum (November 2008 bis Juni 2013) für die COP-Verfahren; Anteile im November 2008 für die Buy-and-hold-Strategien.  
Quelle: Invesco.

ner Verzögerung der endogenen Variablen bestimmt. Hierbei wurden die Ein-Schritt-Prognosen für eine Vertrauenswahrscheinlichkeit von 5% bei einem angenommenen Kointegrationsrang von 2 verwendet, falls sie signifikant von Null verschieden waren.

Die views haben wir auf zweierlei Weise gewichtet: (1) konstant mit der Vertrauenswahrscheinlichkeit von 5%, wobei zwischen den Konfidenzgrenzen gleichverteilte Erwartungen unterstellt wurden und (2) adaptiv mit den Konfidenzniveaus der Einzelprognosen, d.h. mit der jeweils jüngsten Prognosegüte.<sup>3</sup>

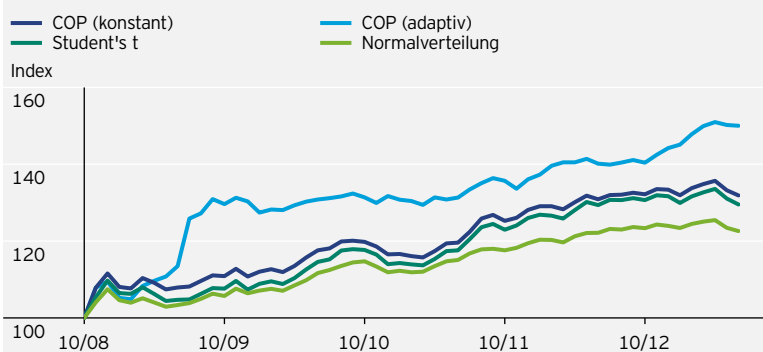
Die aus der *a-priori*-Marktverteilung und den views gewonnenen *a-posteriori*-Verteilungen sind die Grundlage der Portfoliooptimierungen. Das Optimierungsproblem wurde als eine optimale CVaR-Allokation zum Konfidenzniveau von 1% formuliert, mit Nichtnegativitätsbedingungen für die Gewichte und einer Budgetrestriktion. Um abzuschätzen, inwieweit diese Performance vom Marktverteilungsmodell, den views und der Gewichtung der views in der *a-posteriori*-Verteilung abhängt, wurden auch die optimalen Allokationen für eine Buy-and-Hold Strategie anhand der gewählten *a-priori*-Marktverteilung (Student's t-Copula) sowie unter der Annahme gemeinsam normalverteilter Renditen bestimmt. Tabelle 4 zeigt die Anteile der acht Märkte.

Die optimale CVaR-Lösung unter der Annahme gemeinsam normalverteilter Renditen hätte eine hohe Konzentration in nur drei Aktiva ergeben: in deutschen Aktien, US-amerikanischen Renten und japanischen Renten. Die beiden Rentenmärkte hätten 96% des Investitionsvolumens gebunden. Alle anderen Anlagekonzepte hätten zu einer stärkeren Diversifikation geführt, mit dem adaptiven COP-Verfahren an der Spitze. Es ist auch das einzige, das während des Simulationszeitraumes alle acht Märkte berücksichtigt hätte. Insbesondere wäre hier die durchschnittliche Aktienallokation mit 25% am höchsten und die durchschnittliche Rentenallokation mit 75% von allen Verfahren am niedrigsten gewesen.

Abbildung 1 zeigt die Vermögensentwicklungen der vier Anlagekonzepte, Tabelle 5 die Performancekennziffern.

Das geringste Endvermögen hätte demnach eine Buy-and-Hold-Strategie unter der Normalverteilungsannahme erzielt. Das Endvermögen der Buy-and-

**Abb. 1: Portfolioentwicklung**



Quelle: Invesco. Simulationsergebnisse für November 2008 bis Juni 2013.

**Tab. 5: Performancekennziffer**

	COP (konstant)	COP (adaptiv)	Buy-and-hold (Student's t)	Buy-and-hold (Normalverteilung)
Rendite (annualisiert, %)	6,11	9,08	5,71	4,47
Risiko (annualisiert, Standardabweichung)	5,66	7,26	5,25	3,83
Sharpe Ratio	1,08	1,25	1,09	1,16
CVaR (modifiziert, 99%)	3,31	1,86	3,41	3,43
Maximum Drawdown	3,75	4,24	4,80	4,24

Quelle: Invesco. Simulationsergebnisse für November 2008 bis Juni 2013.

Hold-Strategie auf Basis der *a-priori*-Marktverteilung wäre höher gewesen. Diese relative Outperformance ist vor allem durch die höheren Wertzuwächse im Jahr 2010 und ab der zweiten Jahreshälfte 2011 zu verdanken. Eine nahezu identische Wertentwicklung hätte das COP-Modell bei konstanter Gewichtung der views mit 5% ergeben. Der Grund ist der bei dieser Annahme recht geringe Einfluss der views auf die *a-posteriori*-Verteilung. Dennoch wäre der Portfolio-Drawdown zu Beginn der Simulationsperiode geringer ausgefallen.

Zum höchsten Endvermögen hätte aber die adaptive Gewichtung der *a-priori*-Verteilung und der view-Verteilungen geführt - vor allem aufgrund der Ergebnisbeiträge im Jahr 2009, aber auch wegen der gerin-

geren Verluste zur Jahreswende 2011 und zum Ende des Simulationszeitraums.

Die annualisierten Renditen in Tabelle 5 entsprechen den Vermögensentwicklungen in Abbildung 1. Interessanter sind aber die Risiken der verschiedenen Strategien. Das Standardabweichungsrisiko ist bei der Buy-and-Hold-Strategie auf Basis der Normalverteilungsannahme am geringsten und bei der adaptiven COP-Strategie am höchsten. Beim modifizierten CVar für ein Konfidenzniveau von 99% als einseitigem Risikomaß kehrt sich diese Rangfolge hingegen um.

Aufschlussreich ist auch der maximale Portfolio-Drawdown. Er ist für die adaptive COP-Strategie etwa genauso hoch wie für die Buy-and-Hold-Strategie unter der Normalverteilungsannahme. Am geringsten ist er bei der COP-Strategie mit konstanter Gewichtung der views, am höchsten beim Student's t-Copula-Modell. Die views, wenngleich nur von geringem Einfluss, dürften höhere Portfolioverluste vermeiden haben. Zum anderen besteht bei der adaptiven COP-Strategie aber das Risiko einer zu großen Gewichtung einzelner views, die sich dann nicht bestätigen – insbesondere bei Wendepunkten.

#### Zusammenfassung und Ausblick

In diesem Beitrag haben wir das von Meucci propagierte Copula-Opinion-Pooling-Verfahren vorgestellt. Diese Weiterentwicklung des Black-Litterman-Modells lässt Alternativen zur Normalverteilung zu und ermöglicht eine wesentlich allgemeinere Modellierung individueller Erwartungen. In einer Simulationsstudie wurde das Verfahren mit dem Ziel CVar-optimaler Mischportfolios angewendet.

Auch wenn der COP-Ansatz vielfältiger einsetzbar ist als das BL-Modell, können noch immer nicht alle Formen von Ertragserwartungen modelliert werden. Insbesondere lässt der COP-Ansatz keine nicht-linearen Ertragserwartungen und Rangfolgen zu.

Im nächsten Beitrag stellen wir deshalb das ebenfalls von Meucci eingeführte Entropy-Pooling-Verfahren vor.

*Dr. Bernhard Pfaff, Portfolio Manager,  
Invesco Global Asset Allocation*

#### Anmerkungen:

- 1 Datenquelle war Thomson Reuters Datastream. Die Mnemonics der Zeitreihen lauten in der o.g. Reihenfolge: ISPCS04, GDXS04, LSXCS04, ONACS04, CTYCS04, GGECS04, LIGCS04 und JGBCS04.
- 2 Alle Berechnungen wurden mit der freien statistischen Programmierumgebung R 3.0.1 (R Core Team, 2013) sowie den Paketen copula (Hofert et al., 2013; Yan, J., 2007; Kojadinovic, I. and Yan, J., 2010; Hofert, M. and Mächler, M., 2011), Hmisc (Harrell, 2013), MASS (Venables and Ripley, 2002), nortest (Gross and Ligges, 2012), parma (siehe Ghalanos, 2013), PerformanceAnalytics (Carl und Peterson, 2013), signal (Ligges, 2013), sn (Azzalini, 2013), timeSeries (Würtl und Chalabi, 2013), urca (Pfaff, 2008a) und vars (Pfaff, 2008b) durchgeführt.
- 3 Vgl. Teil 9 dieser Reihe, Risk & Reward 3. Quartal 2013

#### Literatur

- Azzalini, A. (2013). R package sn: The skew-normal and skew-t distributions. Università di Padova, Italia. R package version 0.4-18.
- Carl, P. und B. Peterson (2013). PerformanceAnalytics: Econometric tools for performance and risk analysis. R package version 1.1.0.
- Ghalanos, A. (2013). parma: portfolio allocation and risk management applications. R package version 1.03.
- Gross, J. und U. Ligges (2012). nortest: Tests for Normality. R package version 1.0-2.
- Harrell, F. und Dupont, C. (2013). Hmisc: Harrell Miscellaneous. R package version 3.10-1.1.
- Hofert, M., I. Kojadinovic, M. Maechler, und J. Yan (2013). copula: Multivariate Dependence with Copulas. R package version 0.999-6.
- Hofert, M. und Mächler, M. (2011). Nested archimedean copulas meet R: The nacopula package. Journal of Statistical Software 39(9), 1-20.
- Kojadinovic, I. und Yan, J. (2010). Modeling multivariate distributions with continuous margins using the copula R package. Journal of Statistical Software 34(9), 1-20.
- Ligges, U. (2013). signal: Signal processing. R package version 0.7-3.
- Meucci, A. (2005). Risk and Asset Allocation. New York: Springer.
- Meucci, A. (2006a). Beyond black-litterman in practice: A five-step recipe to input views on non-normal markets. Risk 19(9), 114-119.
- Meucci, A. (2006b). Beyond black-litterman: Views on non-normal markets. Risk 19(2), 96-102.
- Meucci, A. (2010a, October). The black-litterman approach: Original model and extensions. Working paper, Symmys, <http://ssrn.com/abstract=1117574>.
- Meucci, A. (2010b). The Encyclopedia of Quantitative Finance, Chapter The Black-Litterman Approach: Original Model and Extensions. John Wiley & Sons.
- Meucci, A. (2010c, December). Fully flexible views: Theory and practice. Working paper, Symmys, <http://ssrn.com/abstract=1213325>.
- Pfaff, B. (2008a). Analysis of Integrated and Cointegrated Time Series with R (Second ed.). New York: Springer. ISBN 0-387-27960-1.
- Pfaff, B. (2008b). Var, svar and svec models: Implementation within R package vars. Journal of Statistical Software 27(4).

- R Core Team (2013). R: A Language and Environment for Statistical Computing. Vienna, Austria: R Foundation for Statistical Computing.
- Stephens, M. (1986). Goodness-of-Fit Techniques, Chapter Tests based on EDF statistics. New York: Marcel Dekker.
- Venables, W. N. und B. D. Ripley (2002). Modern Applied Statistics with S (Fourth ed.). New York: Springer. ISBN 0-387-95457-0.
- Würtz, D. und Y. Chalabi (2013). timeSeries: Rmetrics - Financial Time Series Objects. R package version 3010.97.
- Yan, J. (2007). Enjoy the joy of copulas: With a package copula. Journal of Statistical Software 21(4), 1-21.

# Vorzüge eines Multi Sektor Ansatzes

Als Folge der globalen Finanzkrise des Jahres 2008 haben Staatsanleihen genauso wie risikoreichere Rentenmarktanlagen gute Unterstützung durch die Liquiditätsversorgung der Zentralbanken erfahren. Die Renditen aller Zinsprodukte sind auf historische Tiefstände gesunken und haben dadurch attraktive Gesamterträge für Anleger generiert. In der Folge sind die Renditeaussichten jetzt aber gedämpfter.

Nachdem Anleger in den letzten Jahren mit vielen Investments an den Rentenmärkten positive Erträge erzielen konnten, wird es in den nächsten Jahren eines dynamischeren und selektiveren Ansatzes bedürfen, um das Ertragspotenzial der Rentenmärkte ausschöpfen zu können.

Anleger, die in breit aufgestellte Credit Papiere investieren, verbinden damit zumeist die Zielsetzung, einen höheren Ertrag als mit Staatsanleihen bei einem im Vergleich zu Aktienanlagen geringeren Risiko zu generieren. Aber auch verschiedene Credit Anlageklassen verhalten sich unterschiedlich. Ein Ansatz, der diese Unterschiede berücksichtigt, kann Anlegern attraktive Mehrertragschancen eröffnen.

## Die Multi Sektor Strategie von Invesco

Unser Ansatz beginnt mit der strategischen Allokation auf die wichtigsten Credit Anlageklassen. Diese basiert auf Risikoparität und gezielten qualitativen Anpassungen, um die von uns erwarteten Abweichungen von den historischen Daten zu berücksichtigen. Ausgehend von diesem Punkt passen wir das Marktrisiko (Beta) durch eine Relative Value Positionierung über alle Credit Anlageklassen an. Im Anschluss steht die Alpha-Generierung durch eine fundamental getriebene Bottom-Up-Wertpapierauswahl. Das Ergebnis ist ein Portfolio mit einer ausgewogenen Mischung unterschiedlicher Investment Grade Titel und höher verzinslicher Schudltitel, die unserer Meinung nach höhere Erträge als Investment Grade Anleihen generieren können, aber weniger volatil als Non Investment Grade Anleihen sind.

In dieser Analyse beleuchten wir den Ansatz anhand von vier breit definierten Credit Anlageklassen - globale Investment Grade Anleihen, globale Hochzinsanleihen, Staats- und Unternehmensanleihen der Schwellenländer (Emerging Markets) in Hartwährung (z.B. US-Dollar, Euro) sowie Senior Secured Loans. Globale Investment Grade-, Hochzins- und

Schwellenländeranleihen zeichnen sich durch eine feste Zinsstruktur aus und werden mit einem Aufschlag gegenüber der Zinsstrukturkurve von Staatsanleihen gehandelt. Senior Secured Loans unterscheiden sich von diesen Papieren: Sie werden mit einem Renditeaufschlag (Spread) auf einen variablen Zinssatz wie den Libor gehandelt. Als Kreditinstrumente sind alle diese Wertpapiere mit einem Ausfallrisiko verbunden, wenn auch in unterschiedlichem Maße. Wir meinen, dass eine Strategie, die in diese vier Sektoren investiert, die besten Elemente von Top-Down- und Bottom-Up-Ansätzen vereinen und attraktive Diversifikationsvorteile erschließen kann. Voraussetzung dafür ist, dass diese Strategie ganzheitlich umgesetzt wird und in der Lage ist, das Marktrisiko, die Duration und weitere Risikopositionen im Gesamtportfolio zu kontrollieren, ohne die Integrität der zugrunde liegenden Investments zu verletzen.

## Die Anlageklassen auf einen Blick

Tabelle 1 illustriert die jährliche Wertentwicklung der vier selektierten Anlageklassen während der letzten zehn Jahre. Die Platzierungen, d.h. die absolute Attraktivität der Anlageklassen, sind farblich hervorgehoben. Diese Anlageklassen werden durch folgende Referenzindizes abgebildet:

Investment Grade Unternehmensanleihen: Barclays Global Aggregate Credit Index (in US-Dollar abgesichert)

■ Globale Hochzinsanleihen: Barclays Global High Yield Index (in US-Dollar abgesichert)

■ Schwellenländeranleihen: Barclays Emerging Market Hard Currency Aggregate Index (in US-Dollar abgesichert)

■ Senior Secured Loans: S&P/LSTA Leveraged Loan Index

Tab. 1: Rotierende Outperformance der Anlageklassen

Gesamterrendite (%)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Seit Jahresbeginn	Durchschnitt p.a.
Investment Grade	5,8	5,3	3,8	3,5	3,8	-3,0	14,1	6,8	5,1	10,4	-2,2	5,0
Emerging Markets	26,2	12,2	11,9	9,1	4,2	-14,7	34,7	12,3	6,0	17,9	-5,9	10,1
High Yield	29,3	12,0	5,7	12,2	2,0	-25,2	57,7	15,1	3,6	19,2	0,4	10,8
Senior Secured Loans	10,0	5,2	5,1	6,7	2,1	-29,1	51,6	10,1	1,5	9,7	2,3	5,7

Relative Platzierung: ■ 1 ■ 2 ■ 3 ■ 4

Quelle: Barclays, S&P/LSTA, Betrachtungszeitraum: 1. Januar 2003 bis 30. Juni 2013. Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Eine Direktanlage in einen Index ist nicht möglich.

**Tab. 2: Geringere Korrelationen verdeutlichen das Potenzial des Multi Sektor Ansatzes**

	Investment Grade Credit	Emerging Markets	High Yield	Senior Secured Loans
Investment Grade Credit	1,00			
Emerging Markets	0,69	1,00		
High Yield	0,57	0,85	1,00	
Senior Secured Loans	0,33	0,52	0,80	1,00

Quelle: Barclays, S&P/LSTA, Betrachtungszeitraum: 1. September 2001 bis 30. Juni 2013. Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Eine Direktanlage in einen Index ist nicht möglich.

Wie sich deutlich zeigt, hat sich im Zeitraum 2003 bis 2013 keine der betrachteten Anlageklassen durchweg besser als die anderen entwickelt. Die insgesamt beste Wertentwicklung haben die Hochzinsanleihen generiert, allerdings bei einer durchgängig deutlich höheren Volatilität im Vergleich zu Investment Grade Anleihen. Die von uns entwickelte Multi Sektor Credit Strategie strebt die Generierung von Erträgen an, die nah an die Wertentwicklung von Hochzinsanleihen heranreichen, jedoch bei geringerer Volatilität. Damit wäre eine solche Strategie einem Investment in nur eine dieser Anlageklassen überlegen. Das anfängliche jährliche Bruttoertragsziel für die Multi Sektor Strategie von Invesco beträgt etwa 6%. Allerdings werden wir diesen Zielwert regelmäßig an die jeweils vorherrschenden Marktbedingungen anpassen.

Die Korrelationsmatrix in Tabelle 2 illustriert die Wertentwicklung dieser vier breit gefassten Anlageklassen über den anhand der verfügbaren historischen Daten darstellbaren Zeitraum. Dabei zeigt sich, dass Hochzinsanleihen und Emerging Markets Anleihen am stärksten korreliert sind. Nicht weit dahinter folgt die Korrelation zwischen Hochzinsanleihen und Senior Secured Loans. Die geringste Korrelation weisen Senior Secured Loans und Investment Grade Anleihen auf. Angesichts des geringeren Risikoaufschlags und der festen Verzinsung von Investment Grade Anleihen auf der einen Seite und des höheren Risikoaufschlags sowie der variablen Verzinsung von Senior Secured Loans auf der anderen Seite überrascht das nicht. Diese niedrigeren Korrelationen verdeutlichen das Potenzial für eine Risikominderung und höhere Erträge durch einen Multi Sektor Ansatz.

#### Die Strategie auf einen Blick

■ **Strategische Asset Allokation:** Ausgangspunkt der Multi Sektor Strategie von Invesco ist die strategische Asset Allokation auf Basis eines modifizierten Risikoparitätsansatzes (Risk Parity). Dabei wird gezielt in alle vier Anlageklassen investiert. Dieser Ansatz verwendet die über einen gesamten Marktzyklus beobachteten historischen Volatilitätsdaten für die Entwicklung eines ersten risikokontrollierten Grundgerüsts für die Asset Allokation, auf dem unsere Teams dann mit ihrer Expertise aufbauen.

■ **Taktische Asset Allokation:** Wir kombinieren fundierte makroökonomische Top-Down-Analysen mit den gleichermaßen fundierten Bottom-Up-Analysen unserer Sektorteams zu einer dynamischen taktischen Asset Allokation, die mindestens einmal monatlich überprüft wird.

■ **Positionierung in den Credit Segmenten und Wertpapierselektion:** Die Positionierung in den einzelnen Credit Segmenten und die Wertpapierselektion werden durch spezialisierte Investoren in unseren für die einzelnen Credit Segmente zuständigen Teams bestimmt. Ein erfahrenes Multi Sektor Managementteam mit übergreifender Verantwortung garantiert die Umsetzung ganzheitlich orientierter, robuster Risikokontrollen auf Ebene des Gesamtportfolios. Das Marktrisiko und die Durationsposition des Portfolios werden von diesem Team aktiv gesteuert. Darüber hinaus stellt das Team sicher, dass weitere Elemente wie das Engagement in einzelnen Branchen, Emittenten und Währungen überwacht, kontrolliert und optimiert werden.

#### Strategische Asset Allokation

Korrelationen und Wertentwicklungsmuster verändern sich mit der Zeit. Daher halten wir den Risk Parity Ansatz für einen ausgewogeneren und stabileren Ansatz der Vermögensaufteilung als andere Allokationsmethoden wie Mean Variance oder verwandte Ansätze. Der Mean Variance Ansatz zeichnet sich durch eine hohe Sensitivität gegenüber getroffenen Inputannahmen aus und kann zu sehr konzentrierten Positionen führen. Langfristig können auf einem Risk Parity Ansatz basierende strategische Allokationen eine stabilere, stärker diversifizierte Vermögensaufteilung ermöglichen.

Unsere erste Risk Parity Allokation orientiert sich an der durchschnittlichen Volatilität der vier Credit Anlageklassen von September 2001 - dem Zeitpunkt, ab dem Daten für alle vier ausgewählten Indizes verfügbar sind - bis Mai 2013. Obwohl wir länger zurückreichende Zeitreihen hätten nutzen können, sind wir der Meinung, dass dieser Zeitraum einen vollen Marktzyklus angemessen abbildet. Zudem sind die weiter zurückliegenden historischen Daten aufgrund der Weiterentwicklung dieser Märkte aus heutiger Sicht weniger relevant. Mit einer Ausnahme werden diese historischen Daten konsequent für unser Modell herangezogen. Die Ausnahme bezieht sich auf die Volatilitätsdaten für Senior Secured Loans: Während der globalen Finanzkrise von September 2008 bis August 2009 schnellte die Volatilität der Loans auf 7,9% pro Jahr hoch und lag damit deutlich höher als je zuvor. Bereinigt um diese Ausnahmephase liegt der Volatilitätswert für Senior Secured Loans bei 3,9%.

Aufgrund der besonderen Umstände in diesem Zeitraum - vor allem des umfangreichen Einsatzes von Loans in stark gehebelten Produkten und deren anschließender Abwicklung - sind wir zu der Über-

**Tab. 3: Durch Anpassung unserer optimalen Risk Parity Allokation ergibt sich unsere Basisallokation**

	Histo- rische Wertent- wicklung	Risk Parity				Basisallokation Risk Parity mit adjustierter Senior Secured Loans Volatilität			
		Historische Volatilität	Information Ratio	Risikobeitrag (Bps)	Optimale Gewichte	Historische Volatilität	Information Ratio	Risikobeitrag (Bps)	Baseline Optimale Gewichte
Investment Grade	5,2%	4,2%	1,25	143	45%	4,2%	1,25	134	42%
Emerging Markets	9,3%	9,8%	0,95	143	16%	9,8%	0,95	134	15%
<b>Investment Grade Portfolio</b>				<b>286</b>	<b>61%</b>			<b>268</b>	<b>57%</b>
High Yield	9,5%	10,4%	0,92	143	15%	10,4%	0,92	134	14%
Senior Secured Loans	5,1%	7,47%	0,69	143	25%	5,9%	0,88	134	29%
<b>Levered Portfolio</b>				<b>286</b>	<b>39%</b>			<b>268</b>	<b>43%</b>
Gesamt				573	100%			537	100%

Quelle: Barclays, S&P/LSTA, Daten gerundet, Betrachtungszeitraum: 1. September 2001 bis 30. Juni 2013. Das Investment Grade Portfolio umfasst die Anlageklassen Investment Grade Unternehmensanleihen und Emerging Markets Anleihen. Das Levered Portfolio umfasst die Anlageklassen Hochzinsanleihen und Senior Secured Loans. Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse über die künftige Wertentwicklung zu. Eine Direktanlage in einen Index ist nicht möglich.

**Tab. 4: Wertentwicklung der Basisallokation im Vergleich zur Wertentwicklung der einzelnen Komponenten**

Gesamt- rendite (%)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Seit Jahres- beginn	Durch- schnitt p.a.
Investment Grade	5,8	5,3	3,8	3,5	3,8	-3,0	14,1	6,8	5,1	10,4	-2,2	5,0
Emerging Markets	26,2	12,2	11,9	9,1	4,2	-14,7	34,7	12,3	6,0	17,9	-5,9	10,1
High Yield	29,3	12,0	5,7	12,2	2,0	-25,2	57,7	15,1	3,6	19,2	0,4	10,8
Senior Secured Loans	10,0	5,2	5,1	6,7	2,1	-29,1	51,6	10,1	1,5	9,7	2,3	5,7
Basis- allokation	13,1	7,2	5,6	6,5	3,1	-15,8	33,1	9,8	4,0	12,5	-1,1	6,8
Risiko	3,8	3,0	2,2	2,1	2,9	12,4	6,5	3,9	4,8	2,7	4,5	5,8

Relative Platzierung: ■ 1 ■ 2 ■ 3 ■ 4

Quelle: Barclays, S&P/LSTA, Betrachtungszeitraum: 1. Januar 2003 bis 30. Juni 2013. Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Eine Direktanlage in einen Index ist nicht möglich.

zeugung gekommen, dass eine Wiederholung einer derart hohen Volatilität bei Senior Secured Loans in unmittelbarer Zukunft nicht zu erwarten ist. Für die Zwecke unserer modifizierten Risk Parity Allokation haben wir die Volatilität der Loans daher so modifiziert, dass wir den Durchschnitt der während und außerhalb der Finanzkrise beobachteten Volatilitäten genommen haben. Dadurch hat sich unser jährlicher Volatilitätswert für Senior Secured Loans von 7,5% auf 5,9% reduziert. Diese Anpassung hat keine wesentlichen Auswirkungen auf die Gesamtperformance und -volatilität des Portfolios, spiegelt aber unsere fundierte Meinung wider, dass die Volatilität der Loans in den kommenden Jahren niedriger ausfallen wird als während der Finanzkrise. Außerdem meinen wir, dass sich eine etwas höhere Allokation in eine variabel verzinsliche Anlageklasse potenziell positiv auswirken kann, wenn sich die Zinsen wieder von ihrem historisch niedrigen Niveau entfernen.

Als letzten Schritt in der Konstruktion des Grundgerüsts für unsere Basisallokation (Baseline Allocation) – die finale strategische Allokation, die den ersten Schritt in der Konstruktion unserer Multi Sektor Credit Strategie darstellt – stellen wir ein „Investment Grade Portfolio“ – die Gesamtheit der Investment Grade Anleihen und Emerging Markets Anleihen – und ein „Levered Portfolio“ – die Gesamtheit der Senior Secured Loans und Hochzinsanleihen – zusammen. Grund für die Zusammenfassung von Investment Grade- und Emerging Markets Anleihen ist die während des letzten Marktzyklus zu beobachtende aggregierte Anhebung der Länderratings der Schwellenländer auf Investment Grade Status.

Tabelle 3 illustriert unsere anfängliche optimale Risk Parity Allokation auf Basis der historischen Volatilitäten und die Ergebnisse einer angepassten Allokation auf Basis eines niedrigeren Volatilitätswerts für Loans – unsere Basisallokation.

**Tab. 5: Selbst auf kurze Sicht rotiert die Outperformance unter den Credit Anlageklassen**

Gesamtrendite (%)	Juli 2012	Aug. 2012	Sep. 2012	Okt. 2012	Nov. 2012	Dez. 2012	Jan. 2013	Feb. 2013	März 2013	Apr. 2013	Mai 2013	Juni 2013
Investment Grade	2,45	0,54	0,67	0,99	0,36	0,27	-0,82	0,76	0,29	1,59	-1,55	-2,46
Emerging Markets	3,65	1,29	1,58	1,21	1,01	1,04	-0,59	-0,22	-0,50	2,01	-2,34	-4,25
High Yield	2,28	1,72	1,79	1,14	1,19	1,78	1,04	0,40	0,59	2,00	-0,65	-2,91
Senior Secured Loans	1,17	1,12	1,08	0,34	0,31	0,79	1,06	0,21	0,80	0,62	0,19	-0,62

Relative Platzierung: ■ 1 ■ 2 ■ 3 ■ 4

Quelle: Barclays, S&P/LSTA, Betrachtungszeitraum: von 1. Juli 2012 bis 30. Juni 2013. Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Eine Direktanlage in einen Index ist nicht möglich.

**Tab. 6: Baseline Gewichte dürfen sich innerhalb einer vorab definierten Spanne bewegen**

	Strategische Baseline Gewichtungen (%)	Minimum (%)	Maximum (%)
Investment Grade	42	25	55%
Emerging Markets	15	0	30
<b>Investment Grade Portfolio</b>	<b>57</b>	<b>40</b>	<b>70</b>
High Yield	14	0	30
Senior Secured Loans	29	10	35
<b>Levered Portfolio</b>	<b>43</b>	<b>30</b>	<b>60</b>

Quelle: Barclays, S&P/LSTA. Das Investment Grade Portfolio umfasst die Anlageklassen Investment Grade Anleihen und Emerging Markets Anleihen. Das Levered Portfolio umfasst die Anlageklassen Hochzinsanleihen und Senior Secured Loans.

Tabelle 4 stellt die Wertentwicklung und Volatilität, die diese Basisallokation in den letzten zehn Jahren generiert hat, der Wertentwicklung der einzelnen Anlageklassen im gleichen Zeitraum, wie in Tabelle 1 dargestellt, gegenüber. Über unseren Bewertungszeitraum, der einen kompletten Marktzyklus umfasst, hätte die Basisallokation eine durchschnittliche Rendite von 6,8% bei einer Volatilität von 5,8% generiert. Wie wir im Folgenden erläutern werden, setzen die zusätzlichen Strategiekomponenten der taktischen Allokation und Wertpapierausswahl auf dieser Basisrendite auf und nutzen zusätzliche Ertragschancen aus, die sich im Rahmen des Marktzyklus eröffnen.

#### **Taktische Asset Allokation**

Kein einzelnes Credit Segment entwickelt sich über längere oder auch kürzere Zeiträume beständig überdurchschnittlich. Die Investitionsmöglichkeiten

für wertsteigernde taktische Anpassungen an der Portfoliopositionierung lassen sich am besten anhand der in Tabelle 5 dargestellten Variationen der monatlichen Wertentwicklungsmuster der Zielanlageklassen veranschaulichen.

Das Fondsmanagement strebt durch diese taktische Asset Allokation an, den durch die strategische Asset Allokation generierten Ertrag um zusätzliche 50 Basispunkte zu erhöhen.

Im Rahmen dieser taktischen Asset Allokation erfolgt die subjektive Anwendung der Expertise unserer Top-Down- und Bottom-Up-Teams. Ziel ist die Ausrichtung der Portfoliogewichte auf fundamental getriebene Relative Value Investmentchancen.

**Tab. 7: Taktische Anpassungen zielen auf Mehrertrag bei vergleichbarem Risiko**

Gesamtrendite (%)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Seit Jahresbeginn	Durchschnitt p.a.
Baseline Asset Allocation	13,1	7,2	5,6	6,5	3,1	-15,8	33,1	9,8	4,0	12,5	-1,1	<b>6,8</b>
Risiko	3,8	3,0	2,2	2,1	2,9	12,4	6,5	3,9	4,8	2,7	4,5	<b>5,8</b>
Modellierte taktische Asset Allokation	18,3	9,8	7,6	8,2	3,9	-12,1	37,0	11,5	5,8	14,9	-0,8	<b>9,3</b>
Risiko	4,5	4,0	3,0	2,6	3,2	11,4	6,7	4,7	5,0	3,2	4,6	<b>6,0</b>

Quelle: Barclays, S&P/LSTA, Betrachtungszeitraum: 1. Januar 2003 bis 30. Juni 2013. Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Eine Direktanlage in einen Index ist nicht möglich.

Damit zielen wir auf die Ausnutzung der im Zyklusverlauf auftretenden Preisunterschiede zwischen und innerhalb der Credit Sektoren ab. Um das im Rahmen der strategischen Asset Allokation etablierte Grundgerüst für die Risikokontrolle zu erhalten, begrenzen wir die mögliche Abweichung der taktischen Allokation von der Basisallokation.

Unseren Beobachtungen zufolge variieren die Volatilitätsmuster im Zeitverlauf. Daher spiegelt unsere Basisallokation das Risiko im mittleren Bereich dieser Volatilitätsspannen wider. Durch einen gewissen taktischen Spielraum können wir die Sektoren, in denen wir das größte Wertpotenzial sehen, höher gewichten und uns zugleich an den historischen Volatilitätsspannen orientieren.

Konkret sind die Abweichungen von der Basisallokation von 57% zum Investment Grade Portfolio und 43% zum Levered Portfolio auf etwa 15% beschränkt, so dass sich die Investment Grade- und Levered Portfolios in einer Spanne von 40% bis 70% bzw. 30% bis 60% bewegen. Darüber hinaus dürfen die Anlageklassen innerhalb dieser beiden breit gefassten Portfolios von den Basisallokationen abweichen. Tabelle 6 illustriert die gestattete Abweichungsspanne für jede der vier Credit Anlageklassen, wobei diese den Beschränkungen der beiden breit definierten Investment Grade- und Levered Portfolios unterliegen.

Um abzuschätzen, wie hoch der durch die monatliche taktische Asset Allokation erzielbare Mehrertrag ist, haben wir die historische Wertentwicklung modelliert, indem wir die Allokationen in die Sektoren mit der besten Performance jeden Monat um 5% erhöht und die Allokationen in die Sektoren mit der schlechtesten Wertentwicklung entsprechend verringert haben – ohne dabei von den für die einzelnen Sektoren und die breit gefassten Investment Grade- und Levered Portfolios geltenden Grenzen abzuweichen. Tabelle 7 illustriert die Performance- und Volatilitätsergebnisse dieses Ansatzes über die zurückliegenden zehn Jahre. Im Nachhinein hätte eine derartige, perfekt informierte Neuallokation von 5% einen Mehrertrag von 2,5% generiert, bei einem um lediglich 0,2% höheren Risiko. In Bezug auf unsere Strategie gehen wir davon aus, dass unser Ansatz das Potenzial aufweist, etwa 25% dieses Mehrertrags abzuschöpfen. Dabei handelt es sich um eine unserer Meinung nach angemessene Einschätzung unserer Expertise.<sup>1</sup>

Unsere strategische Allokation basiert auf historischen Daten für einen gesamten Marktzyklus, während unsere taktische Allokation das Portfolio auf von uns identifizierte künftige Mehrertragschancen ausrichtet. Dabei verlassen wir uns auf das Urteilsvermögen und die Expertise unserer erfahrenen Investmentspezialisten im Rahmen eines Ansatzes, der makroökonomische Top-Down-Analysen mit den Bottom-Up-Analysen spezialisierter Sektorteams kombiniert. Multi Sektor Portfoliomanager nutzen diese taktischen Einschätzungen im Rahmen der oben erläuterten Spannen für die Asset Allokation bei gezielter Steuerung des Gesamtrisikos auf Portfolioebene.

Sektorteams und Makroteams bewerten die Fundamental- und Stimmungsdaten sowie die Bewertungskennzahlen im Zusammenhang konjunkturzyklischer

Trends, um qualitative Überzeugungen im Hinblick auf die Sektorpositionierung zu entwickeln. Die Bestimmung und Umsetzung der taktischen Asset Allokation obliegt letztlich einem spezialisierten, rechenschaftspflichtigen Portfoliomanagementteam, das Zugriff auf die gebündelten Kompetenzen des Unternehmens hat.

### **Positionierung in den Credit Segmenten und Wertpapierselektion**

Während die strategische und taktische Asset Allokation dazu dienen, Erträge aus einer gezielten Beta Nutzung und einer optimierten Risikopositionierung zu erzielen, streben wir Mehrerträge aus einer Bottom-Up-Alpha-Generierung durch spezialisierte Sektorteams an. Das Portfoliomanagementteam plant mit dieser Komponente der Strategie, einen zusätzlichen jährlichen Mehrertrag in Höhe von 100 Basispunkten gegenüber der durch die strategische und taktische Asset Allokation generierten Wertentwicklung zu erzielen.

Auf die einzelnen Credit Anlageklassen spezialisierte Portfoliomanagement- und Analystenteams wenden eine robuste fundamentale Credit und Relative Value Analyse an, um bewusst einzelwertspezifische Risiken einzugehen, die nicht mit dem Risiko des anvisierten Beta-Ansatzes im Rahmen der Asset Allokation korreliert sind.

In einem abschließenden Risikomanagement-Schritt überwacht unser spezialisiertes Team erfahrener Multi Sektor Manager das Risiko auf Ebene des Gesamtportfolios. Es stellt sicher, dass die Top-Down- und Bottom-Up-Einschätzungen konsistent sind, und überwacht die Einhaltung der Leitlinien für die Portfoliokonstruktion sowie der Portfolio-beschränkungen. Auf diese Weise soll sichergestellt werden, dass die attraktivsten risikoadjustierten Ertragschancen in diesen Credit Anlageklassen ausgeschöpft werden.

### **Zusammenfassung**

Wir sind davon überzeugt, dass ein ganzheitlicher, unterschiedliche Rentenmarktsegmente berücksichtigender Investmentansatz attraktive risikoadjustierte Ertragschancen bietet, die mit einer Anlage in einzelne Segmente dieser Märkte allein nicht realisierbar wären.

Unser bevorzugter Ansatz zeichnet sich durch drei wesentliche Komponenten aus:

- Strategische Asset Allokation auf Basis eines modifizierten Risk Parity Ansatzes.
- Taktische Asset Allokation auf Basis der qualitativen Expertise und des Urteilsvermögens erfahrener Teams, um das Marktrisiko um gezielte kurzfristige Mehrertragschancen zu ergänzen.
- Alpha Generierung durch Bottom-Up-Auswahl von Teilspektoren und einzelnen Wertpapieren mit entsprechendem spezifischem Risiko.

Wir meinen, dass dieser Ansatz einen soliden risikokontrollierten Rahmen bietet, der eine Ausschöpfung kurzfristiger Anlagechancen ermöglicht, die durch Anomalien im Verlauf des Marktzyklus bedingt sind.

Für die Umsetzung dieser Strategie nutzen wir von spezialisierten Portfoliomanagement- und Analystenteams verwaltete Portfolios für jede der vier Credit Anlageklassen. Die übergreifende Verantwortung liegt letztendlich bei einem Team von Multi Sektor Credit Portfoliomanagern, die die taktische Positionierung umsetzen und eine ganzheitliche Überprüfung der Risikopositionierung des Gesamtportfolios sicherstellen.

In der historischen Betrachtung hat unsere Basisallokation eine annualisierte Wertentwicklung von 6,8% generiert (von Januar 2003 bis Juni 2013), bei einer jährlichen Volatilität von 5,8% (Tabelle 4). Unsere Multi Sektor Credit Strategie zielt auf einen zusätzlichen jährlichen Mehrertrag von 50 Basispunkten durch die taktische Asset Allokation und 100 Basispunkten durch die Alpha Generierung aus der Bottom-Up-Wertpapierauswahl. Im aktuellen Niedrigzinsumfeld bietet diese Strategie mit einer

jährlichen Zielrendite von etwa 8% bei einer im Vergleich zu einer Anlage in Hochzinsanleihen niedrigeren Volatilität eine attraktive Anlagealternative zu einer Investition in einzelne Segmente der Rentenmärkte.

*Carolyn Gibbs, Senior Strategist,  
Invesco Fixed Income*

**Anmerkungen:**

- 1 Anwendungszeitpunkt für die Basisallokationen ist Ende September 2001, das erste Datum, für das alle ausgewählten Indexdaten verfügbar sind. Die taktischen Gewichte werden auf monatlicher Basis für alle Folgeperioden angewendet. Anfang Januar 2003 spiegelten sich die taktischen Gewichte in einer modifizierten Basisallokation wider. Tabelle 7 illustriert die Wertentwicklung für die letzten zehn Jahre auf Basis dieser taktisch adjustierten Gewichte.

---

Zielrenditen stellen weder eine Garantie noch eine Prognose der künftigen Wertentwicklung dar. Alle anfallenden Auslagen, Beratungs- und Performancegebühren schmälern den Ertrag des Anlegers. Es besteht keine Garantie dafür, dass Investments diese Renditeziele erreichen oder Verluste vermeiden.

# Echte Diversifikation

„Aktien sind teuer, Anleihen sind es auch. Was sollen die Investoren tun? Leider scheint es nur eine Antwort zu geben: Man muss in neue und in unbekannte Wertpapiere investieren, mit neuen und unbekannten Risiken.“

The investor's dilemma, John Authers, Financial Times, 11. Juli 2013

Es besteht kein Zweifel: Die Investmentwelt hat sich in den letzten Jahren drastisch verändert. Die Notenbankinterventionen und die außergewöhnliche Geldpolitik der letzten Jahre blieben nicht ohne Folgen für die Korrelationen zwischen den einzelnen Märkten. Dies hat wichtige Konsequenzen für assetklassenübergreifende Strategien, denn es verändert die Diversifikationsmöglichkeiten.

Die erste signifikante Auswirkung der Veränderungen in der Investmentwelt sind die trotz niedrigen Renditen hohen Mittelzuflüsse in Rentenfonds. Ausgelöst wurden sie nicht zuletzt durch die außergewöhnliche Geldpolitik, was zeigt, wie abhängig die Finanzmärkte von den Äußerungen der Zentralbanken geworden sind. Eine Folge der Geldpolitik waren veränderte Korrelationen zwischen den einzelnen Assetklassen.

Für die Asset-Allokation ist dies eine große Herausforderung. Erschwerend kommt hinzu, dass weder Aktien noch Renten zurzeit als besonders günstig bewertet gelten. Wenn sich das Marktumfeld normalisiert und die Notenbanken ihre extrem expansive Geldpolitik zurückfahren, könnte sich daher eine Absolute-Return-Strategie anbieten. Sie ermöglicht Langfristerträge durch die Kombination zweier Dinge – einer vorurteilsfreien und restriktionsfreien Suche nach Investmentideen und einem belastbares Risikomanagement. Das Ziel: echte Diversifikation.

## Das neue Investmentumfeld im Einzelnen Mittelzuflüsse in Anleihen

In den letzten Jahren wurde vor allem in Anleihen investiert. Dies zeigt sich beispielsweise in den Daten britischer Pensionsfonds und Versicherungen<sup>1</sup>, war aber keineswegs nur in Großbritannien der Fall. Den Daten der EPFR zufolge flossen seit 2003 60% der Neuanlagen institutioneller Investoren in Anleihen,<sup>2</sup> was zu einem Rückgang nahezu aller Anleiherenditen geführt hat. Trotz des recht ausgeprägten Anstiegs seit ihrem Tief Ende Mai 2013 sind die realen Staatsanleiherenditen in den USA, Großbritannien und Deutschland noch immer niedrig oder negativ, wenn man die aktuellen Inflationsraten zugrunde legt.<sup>3</sup>

Die niedrigen Staatsanleiherenditen haben wesentlich zur weltweiten „Jagd nach Rendite“ beigetragen. Auch deshalb ist das Interesse an Unternehmensanleihen gestiegen; die Investoren sind zu höheren Risiken bereit, um sich höhere Renditen zu sichern. Mittlerweile sind die Spreads gegenüber Staatsanleihen, insbesondere im Investmentgradebereich, so stark zurückgegangen, dass ein Anstieg der Staatsanleiherenditen Verluste nach sich ziehen kann.

## Die Finanzmärkte spiegeln die Geldpolitik wider

Es wäre allerdings falsch, die Staatsanleiherenditen der Kernländer durchweg als unattraktiv zu bezeichnen. Aufgrund der Entscheidung der Fed im September,

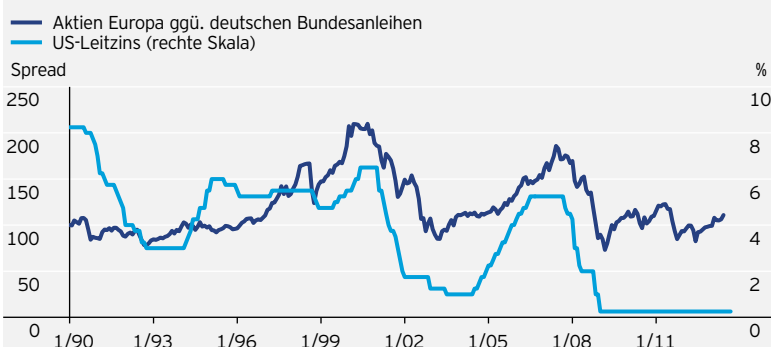
die lang erwartete Rückführung der Anleihekäufe noch einmal zu verschieben, sind die Renditen allerdings erneut zurückgegangen. Dies zeigt, wie sehr sie zurzeit von der Geldpolitik und den Erwartungen an die Geldpolitik abhängen. Vorausgegangen war ein deutlicher Renditeanstieg, als die Fed im Mai 2013 erstmals eine Verringerung des Quantitativen Easings ankündigte.

Neben der Stimmung spielt aber auch die Konjunktur eine Rolle. Das Wirtschaftswachstum ist mäßig, und die Inflation bleibt einstweilen unter Kontrolle. Wir rechnen damit, dass dies noch einige Zeit so bleiben wird. Zwar beginnen die Zentralbanken allmählich, ihre Geldpolitik etwas zu straffen, doch spricht wenig dafür, dass sie es dabei besonders eilig haben.

Für Investoren ist dies eine weitere Herausforderung. Früher gaben die Indikatoren Aufschluss darüber, ob Umschichtungen zwischen den Assetklassen angeraten waren. Ein Indikator waren die Zinsen. Wenn sie stiegen, entwickelten sich die Aktienmärkte zunächst gut, da steigende Zinsen in der Regel mit einem höheren Wirtschaftswachstum und einer höheren Inflation einhergingen. Die Rentenmärkte sind bei steigenden Zinsen und einer höheren Inflation hingegen gefallen (Abb. 1).

Heute fehlt hingegen ein solch klarer Indikator für Umschichtungen zwischen Aktien und Renten. Umso

**Abb. 1: Zinsen und relative Performance der einzelnen Assetklassen**



Quellen: Thomson Reuters, Datastream. Stand September 2013. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

wichtiger ist es, die veränderten Korrelationen zwischen den Märkten zu bedenken. Es gilt, Fehler durch eine zu sehr an der Vergangenheit orientierte Entscheidungsfindung zu vermeiden.

### Veränderte Korrelationen

Die Reaktion der Finanzmärkte auf die Konjunkturdaten zeigt sich beispielsweise an den Korrelationen zwischen den Assetklassen. Wann sind höhere Anleiherenditen gut für Aktien und wann sind sie schlecht? Für einen assetklassenübergreifenden Ansatz sind diese Zusammenhänge außerordentlich wichtig. Von ihnen hängt letztlich ab, wie man ein Portfolio diversifizieren kann.

Höhere Anleiherenditen haben Auswirkungen auf die Eigenkapitalkosten und damit auf die Bewertung von Aktien. Viel hängt aber davon ab, was den Renditeanstieg auslöst. Ist es eine für den Aktienmarkt positive oder auch eine negative Entwicklung? Wenn die Renditen steigen, ohne dass das Wirtschaftswachstum zulegt, ist dies für Aktien schlecht. Die Aktienmarktbewertungen hängen vom Verhältnis zwischen dem Diskontfaktor und der Gewinnwachstumsrate ab.

Die Korrelation zwischen US-Aktien und US-Anleihen lässt sich grob in drei Phasen aufteilen (Abb. 2).

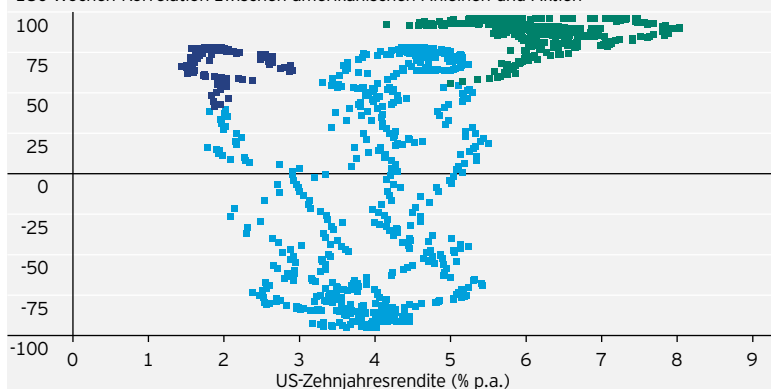
Bis 2001 waren die Anleiherenditen im Schnitt deutlich höher als heute. Wenn die Renditen in den 1990er Jahren stiegen, war dies für Aktien ungünstig, da der Anstieg nicht vollständig durch ein höheres Wachstum kompensiert wurden. 2001, nachdem die Renditen den Leitzinsen auf neue Rekordtiefs gefolgt waren, änderte sich die Korrelation zwischen Aktien und Renten signifikant: Ab 2001 gingen steigende Renditen mit steigenden Aktienkursen einher, weil die höheren Renditen jetzt meist auch ein höheres Wirtschaftswachstum bedeuteten. Dies hat den Anstieg der Eigenkapitalkosten mehr als ausgeglichen.

Heute befinden sich die Anleiherenditen auf einem Mehrjahrestief – und es scheint, als würde sich die Korrelation zwischen Aktien und Renten erneut ändern. Seit Anfang 2012 (dem linken Ausläufer in Abb. 2) ist die Korrelation zwischen Renten und Aktien wieder positiv. Der Grund hierfür waren zunächst fallende Anleiherenditen, nicht zuletzt weil die Notenbanken Anleihen kauften und dies auch die Aktienkurse antrieb. Als die Anleihekurse dann im 2. Quartal 2013 wieder zurückgingen, gaben die Aktienkurse ebenfalls nach. Die positive Korrelation zwischen Renten und Aktien seit 2012 belegt die bereits erwähnte große Bedeutung wirtschaftspolitischer und insbesondere geldpolitischer Entscheidungen für die Finanzmärkte. In der Praxis stellt sich nun die Frage, wie man den Wert eines Portfolios sichern kann, wenn alle großen Assetklassen gleichzeitig nachgeben.

**Abb. 2: Korrelation zwischen Anleihen und Aktien**

■ Korrelation der Erträge von Anleihen und Aktien, 2012 bis September 2013  
■ Korrelation der Erträge von Anleihen und Aktien, 2001 bis 2011  
■ Korrelation der Erträge von Anleihen und Aktien, 1990 bis 2000

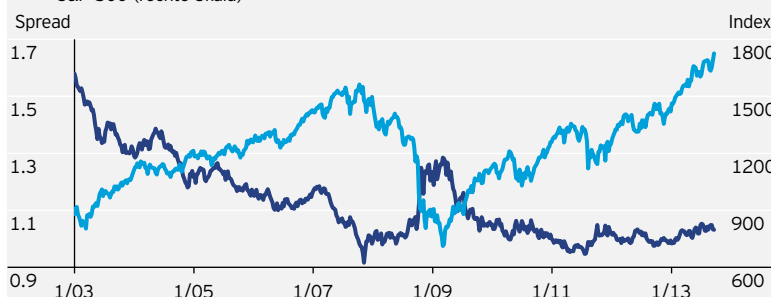
180-Wochen-Korrelation zwischen amerikanischen Anleihen und Aktien



Quelle: Thomson Datastream. Stand September 2013. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

**Abb. 3: Ein Beispiel für die Diversifikation nach Assetklassen – USD/CAD und S&P 500**

— USD/CAD  
— S&P 500 (rechte Skala)



Quelle: Thomson Datastream. Stand 18. September 2013.

### Erweiterte Anlagemöglichkeiten: Drei Beispiele

Eine Lösung ist eine Erweiterung des Anlageuniversums über die Standard-Assetklassen hinaus. Wenn mehr Assetklassen für Investitionen zur Verfügung stehen, lassen sich die Erwartungen über die Richtung der Volkswirtschaft und der Finanzmärkte leichter umsetzen. Dies ermöglicht einen restriktionsfreien Ansatz und eine bessere Diversifikation assetklassenübergreifender Portfolios. Drei Beispiele zeigen die Vorzüge eines solchen Konzepts:

#### Beispiel 1: Korrelation zwischen Währungen und Aktien

Währungen können ein gutes Diversifikationsinstrument sein. So hat der kanadische Dollar gegenüber dem US-Dollar meist aufgewertet, wenn die amerikanischen Aktienkurse gestiegen sind (Abb. 3). Ein Grund dafür ist, dass sowohl der kanadische Dollar als auch die amerikanischen Aktienmärkte von einer stärkeren Weltwirtschaft profitieren, nicht zuletzt weil Kanada ein rohstoffexportierendes Land ist. Wenn hingegen wie in den letzten Monaten das Weltwirtschaftswachstum nachgelassen hat, hat der kanadische Dollar gegenüber dem US-Dollar meist abgewertet.

#### Beispiel 2: Volatilität als Assetklasse

Man kann auch die Volatilität als eine Assetklasse betrachten. Im Mai und im Juni 2013, als nahezu alle Finanzinstrumente nachgaben, stieg die Volatilität. Sie war die einzige wichtige Assetklasse mit einem positiven Ertrag. Die „Assetklasse Volatilität“ eignet sich besonders zur Diversifikation, weil sie bei steigenden Aktienmärkten kontinuierlich, bei fallenden Aktienmärkten aber plötzlich anzieht. Wenn die Aktienmärkte kontinuierlich zulegen, ist die Volatilität meist niedrig, doch bei einem plötzlichen Ausverkauf

schnellt sie in die Höhe. Dies zeigt sich am Beispiel des DAX und des V-DAX, einem Maß für die Volatilität des DAX, während der Krise 2008 (Abb. 4).

### Beispiel 3: Umsetzung der Konjunktureinschätzung in der strategischen Asset-Allokation

Darüber hinaus kann man auch einzelne Wirtschaftssektoren separat betrachten und seine Sektoreinschätzung mit gezielten Positionen umsetzen.

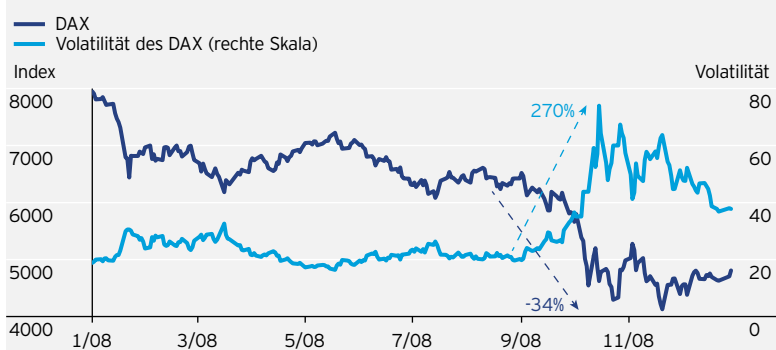
Wer zum Beispiel in den letzten Jahren grundsätzlich mit einer Sanierung des europäischen Bankensektors rechnete, konnte auf Bankanleihen setzen (die von Maßnahmen zur Stärkung der Bankbilanzen profitieren) und zugleich Bankaktien meiden (da sich die Rentabilität aufgrund der eingeschränkten Kreditvergabe in Grenzen hielt).

Analog dazu kann man unterschiedliche Einschätzungen der Wettbewerbsfähigkeit verschiedener Unternehmen ein und desselben Sektors mit einem Bündel aus Long- und Short-Positionen umsetzen. Wer beispielsweise erwartet hat, dass im Technologiesektor die Hersteller elektronischer Bauelemente (beispielsweise taiwanesischer Halbleiterhersteller) weniger ertragreich sein würden als Unternehmen, die in der Wertschöpfungskette weiter oben stehen (etwa amerikanische Technologiekonzerne), konnte sich für eine Short-Position in taiwanesischen Aktien und eine Long-Position im NASDAQ entscheiden.

### Fazit

Die Finanzmärkte sind dynamisch und ändern sich ständig. Zurzeit hängen die Kurse noch stark von der Politik ab; eine Asset-Allokation auf Basis der klassischen Konjunkturindikatoren ist hingegen schwierig. Umso wichtiger ist es deshalb, sich in diesem wechselvollen Marktumfeld nicht auf die klassischen Assetklassen zu beschränken, sondern sein Anlageuniversum zu erweitern. Für Diversifikation können beispielsweise Währungen sorgen. Mit Volatilitätsinstrumenten kann man auf defensive Weise in Finanzmärkte investieren. Und mit Long-Short-

**Abb. 4: Volatilität, eine alternative Ertragsquelle**



Quellen: Thomson Reuters, Datastream. Stand Januar bis Dezember 2008.  
Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Strategien kann man seine Investmentideen ebenfalls umsetzen. Dies sind nur einige Beispiele dafür, wie man mit einem assetklassenübergreifenden Ansatz im schwierigen Marktumfeld von heute vielfältige Chancen nutzen kann – und echte Diversifikation erreicht.

*Richard Batty, Fund Manager Multi Asset, Invesco Perpetual*

### Anmerkungen:

- 1 Quellen: Thomson Reuters, Datastream und Goldman Sachs. Global ECS Research, Stand 1. Quartal 2013.
- 2 Quelle: EPFR, Goldman Sachs, Stand 1. Quartal 2013.
- 3 Am 24. Juli 2013 betrug die Realrendite zehnjähriger US-Staatsanleihen 76 Basispunkte (Zehnjahresrendite – aktuelle Verbraucherpreisinflation). Die auf gleiche Weise errechneten realen Zehnjahresrenditen Deutschlands und Großbritanniens betrugen -43 bzw. +20 Basispunkte. Quellen: Thomson Reuters, Datastream.

# Taktische Asset Allocation<sup>1</sup>: Ein Aktienquartal

Das 3. Quartal war für Aktienanleger sehr gut, und auch langlaufende Staatsanleihen verzeichneten Kursgewinne. Eine überraschend weiter stark expansive Geldmarktpolitik sowie erste Erholungstendenzen der europäischen Konjunktur haben hierzu beigetragen. Unsere Einschätzung für Aktien bleibt positiv, während sie für Staatsanleihen eher verhalten ist.

Nach den relativ starken Kursverlusten nahezu aller Anlageklassen im Juni haben sich die Märkte im Juli deutlich erholt. Ängste, dass die US-Notenbank Fed ihre Anleihenkäufe relativ zügig beenden könnte, wurden zunächst relativiert. Nach der überraschenden Ankündigung der Fed im September, zunächst weiter im bisherigen Umfang Liquidität zur Verfügung zu stellen und damit auch die langfristigen Renditen niedrig zu halten, schienen sämtliche Sorgen aus dem Frühjahr verflogen. Aktien erreichten neue Höchststände, und Staatsanleihen holten einen Teil der Verluste wieder auf.

Als globale Krisenregion gilt seit einigen Jahren die Eurozone mit ihren teilweise überschuldeten Mitgliedsländern sowie den in einigen Ländern auch stark verschuldeten privaten Haushalten. Während sich Deutschland trotz einiger Konjunkturdämpfer weiterhin gut entwickelt hat, standen insbesondere die Länder aus der sogenannten Peripherie (z.B. Griechenland, Spanien, Portugal) lange Zeit unter Druck – wegen ihrer hohen Verschuldung, der hohen

Arbeitslosigkeit und der fehlenden Nachfrage. Wie so oft, bewertet der Aktienmarkt allerdings kleinere Veränderungen, die eine mögliche Trendwende andeuten könnten relativ stark. Entsprechend wurden leicht positive Veränderungen der Frühindikatoren, z.B. aus Südeuropa, sehr positiv aufgenommen. Griechische Aktien sind beispielsweise im 3. Quartal um 20% gestiegen, italienische Aktien haben 15% zugelegt.

An dieser Stelle möchten wir, wie auch in den vergangenen Quartalen, zur Vorsicht mahnen: Schuldenabbau ist ein langwieriger Prozess. Die Arbeitslosenquote ist in der Eurozone weiterhin hoch, und die aktuellen Tendenzen deuten bestenfalls auf eine leichte Verbesserung hin. Daher wird das Wachstum in der Eurozone nur mäßig sein. Hinzu kommt die langsame Rückführung der Liquidität in den USA. Wenngleich sie nicht sofort und vermutlich nicht sehr schnell erfolgen dürfte, könnte sie doch ein Belastungsfaktor sein.

## Markt- und Portfoliorückblick

Das 3. Quartal war von deutlich steigenden Kursen an den Aktienmärkten geprägt. Während der S&P 500 ca. 5% zugelegt hat, sind europäische Indizes im Durchschnitt knapp 10% gestiegen. Auch japanische Aktien haben sich mit knapp 5% positiv entwickelt.

Unsere Prognosemodelle für die Aktienmärkte waren im 2. Quartal 2013 durchgehend positiv ausgerichtet. Im Laufe des Quartals schwankten sie zwischen moderat und uneingeschränkt positiv, da einzelne Märkte faire Bewertungszonen erreichten. Insgesamt lieferte die taktische Asset-Allokation im abgelaufenen Quartal deutlich positive Beiträge, da bei steigenden Märkten entsprechende Übergewichtungen in den Portfolios umgesetzt wurden.

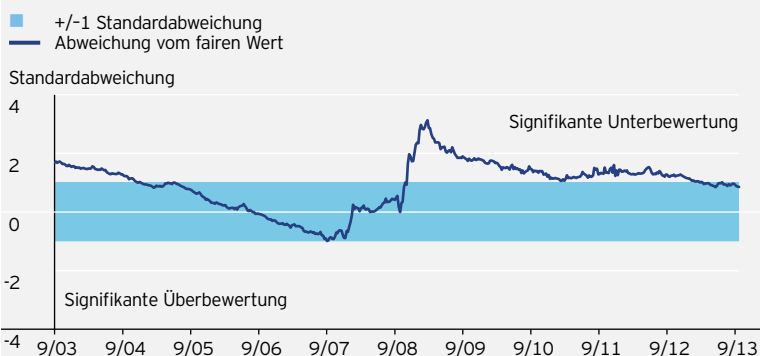
Bei Staatsanleihen waren die Beiträge im Quartal unterschiedlich. In Deutschland und Japan haben die aktiven Positionen leicht negativ zum Ergebnis beigetragen. In den USA hat die Steuerung der Anleihequote einen leicht positiven Beitrag erzielt. Im Vergleich zum Vorquartal wurde die Anleihequote etwas zurückgeführt.

## Ausblick Aktien

Gegenüber dem Ende des 1. Quartals ist die Bewertung globaler Aktien zurzeit nur noch neutral (Abb. 1), wenngleich die Schwelle nur minimal überschritten wurde. Während der britische Aktienmarkt noch attraktiv bewertet erscheint, sind alle anderen Regionen aufgrund der gestiegenen Kurse nur noch fair bewertet. Alle weiteren zugrunde liegenden Indikatoren zeigten keine wesentliche Veränderung gegenüber Ende Juni.

Somit liefern zurzeit die Risikoaversion und das wirtschaftliche Umfeld positive Impulse. In der Eurozone sind die Trends positiver einzuschätzen als in den

**Abb. 1: Internationale Aktien neutral bewertet**



**Tab. 1: Einschätzung der Aktienmärkte nach Regionen**

Region	Bewertung	Trend	Risikoaversion	Wirtschaftliches Umfeld Aktien	Einschätzung Aktien
Eurozone	Neutral	++	++	++	+
UK	Attraktiv	0	++	++	+
USA	Neutral	0	++	++	+
Japan	Neutral	0	++	++	+
Europa*	Neutral	0	++	++	+
Welt*	Neutral	0	++	++	+

\* Die Angaben für Europa und die Welt sind gewichtete Durchschnitte der oben genannten Regionen.  
Quelle: Invesco. Stand 30. September 2013.

sonstigen Regionen. Dies führt insgesamt zu einem moderat positiven Ausblick für alle Aktienmärkte. (Tab. 1)

Insgesamt erscheinen aus unserer Sicht die Voraussetzungen für Kursanstiege an den Aktienmärkten auch weiterhin günstig.

Ausblick Renten

Die Staatsanleihemärkte in Deutschland schätzen wir mittlerweile moderat negativ ein (Tab. 2). Die Prognose für japanische und US-amerikanische Anleihen ist hingegen neutral. Mit der Ausnahme von Japan sind die Trends deutlich negativ. Die Zinsdifferenz hingegen ist in den USA und Deutschland mittlerweile attraktiv. Japan bildet auch hier die Ausnahme. Deutsche Staatsanleihen erscheinen weiterhin zu teuer (Abb. 2), während US-Treasurys fair bewertet sind (Abb. 3).

Zusammenfassung

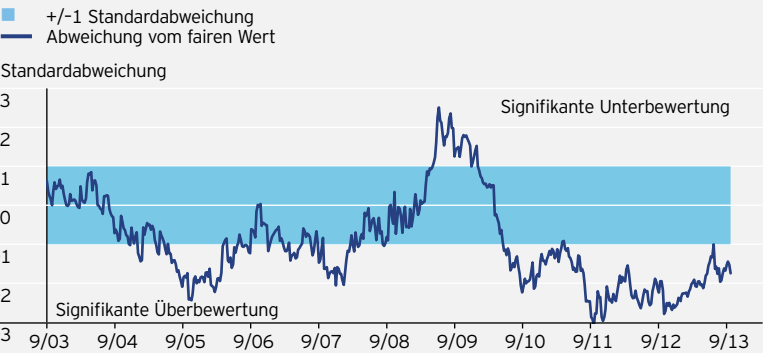
Im 3. Quartal ist die positive Stimmung an die Kapitalmärkte zurückgekehrt. Die weiterhin expansive Geldpolitik, insbesondere der US-Notenbank, sowie leichte Erholungstendenzen in Europa waren die wesentlichen Treiber. Dennoch sind die Rahmenbedingungen weiterhin ähnlich wie Ende des letzten Quartals: Aktien erscheinen attraktiv, und Anleger auf der Suche nach Rendite werden über kurz oder lang kaum an ihnen vorbeikommen. Das Risiko für Rückschläge scheint jedoch weiterhin gegeben. Anleger sollten daher das Risiko im Auge behalten.

Alexander Uhlmann, CFA, Senior Portfolio Manager, Invesco Quantitative Strategies

Anmerkung

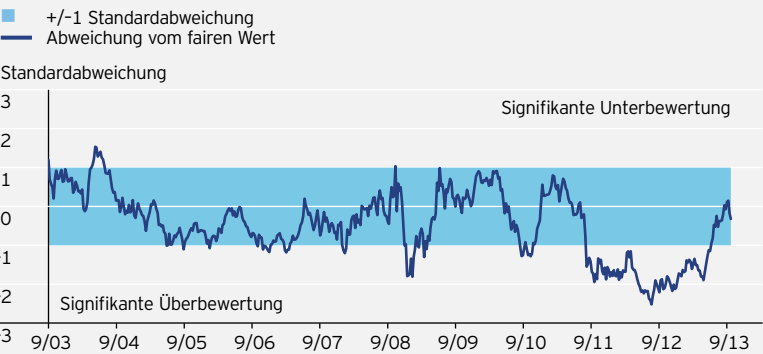
1 Die Taktische Asset Allocation, dient dazu, Aktienquote und Duration der nach unserem strukturierten Ansatz verwalteten Portfolios festzulegen. Die Modellergebnisse sind nicht für alle Invesco-Fonds verbindlich. Gemeinsam mit dem Kunden legen wir die erlaubten Bandbreiten für Aktienquote und Duration individuell fest. Dadurch können sich im Einzelfall Abweichungen vom Musterportfolio ergeben.

Abb. 2: Deutsche Staatsanleihen noch immer teuer



Gemessen an 10-jährigen deutschen Staatsanleihen. Invesco schätzt die Bewertung auf Basis wichtiger marktbestimmender Variablen. Quellen: Datastream, Invesco. Stand 30. September 2013.

Abb. 3: US-Staatsanleihen fair bewertet



Gemessen an 10-jährigen US-amerikanischen Staatsanleihen. Invesco schätzt die Bewertung auf Basis wichtiger marktbestimmender Variablen. Quellen: Datastream, Invesco. Stand 30. September 2013.

Tab. 2: Einschätzung der Rentenmärkte nach Regionen

Region	Bewertung	Risikoaversion	Trend	Renditedifferenz	Einschätzung Renten
Deutschland	Unattraktiv	0	--	++	-
USA	Neutral	0	--	++	0
Japan	Neutral	0	++	--	0

Quelle: Invesco. Stand 30. September 2013.

# Invesco Quantitative Strategies<sup>1</sup>: Überblick

Das 3. Quartal war nicht einfach, aber insgesamt befriedigend. Unsere Fokusstrategien erzielten positive Absolutergebnisse.

Das 3. Quartal 2013 war sehr volatil. Vor allem die Äußerungen der Fed, die eine Verringerung und später ein Ende ihres Anleihekaufprogramms in Aussicht stellte, führten zunächst zu starken Kurskorrekturen an den Aktienmärkten. Als die amerikanische Notenbank im September aber wieder zurückruderte und ankündigte, weiterhin jeden Monat für 85 Milliarden US-Dollar Anleihen zu erwerben, entspannte sich die Situation wieder. Einen Dämpfer erhielten die Aktienmärkte allerdings zum Quartalsende, als der Haushaltsstreit in den USA und die Schuldenobergrenze in den Blickpunkt rückten.

In diesem schwierigen Kapitalmarktumfeld haben unsere Fokusstrategien zwar positive Absolutergebnisse erzielt, blieben aber zumeist hinter ihren Referenzindizes zurück.

## Unsere vier Konzepte...

Grundlage unseres Aktienauswahlprozesses sind die vier Anlagekonzepte Gewinnrevisionen, Relative Stärke, Managementverhalten und Bewertung. Ziel ist, mit ihnen langfristig Mehrwert zu erzielen. Jedes dieser vier Konzepte basiert auf ökonomisch plausiblen Indikatoren und misst die Attraktivität einzelner Aktien relativ zum Anlageuniversum.

- Mit dem Konzept *Gewinnrevisionen* nutzen wir die Erkenntnis, dass Analysten zwar dazu neigen, die Tendenz der Gewinnentwicklung richtig zu prognostizieren, jedoch nicht deren Ausmaß. Wir machen uns dies zu Nutze, indem wir innerhalb eines vierwöchigen Zeitfensters aus Anzahl und Richtung der Gewinnrevisionen eine Kennzahl für unser Konzept erstellen. Hinzu kommt eine Komponente, die wir „Revisionen gegen den Trend“ nennen. Hier wird insbesondere den Analysten Rechnung getragen, die sich gegen den Markttrend stellen. Sie werden sich naturgemäß nur dann so verhalten, wenn sie sich im Besitz von Informationen glauben, die in der momentan am Markt vorherrschenden Einschätzung noch nicht enthalten sind. Dadurch gelingt es uns, diejenigen Analysten unberücksichtigt zu lassen, die lediglich dem Herdentrieb folgen.

Hier ist uns der britische Finanzdienstleister Lloyds Banking Group aufgefallen. Die Analysten hoben die Gewinnschätzungen für das Unternehmen an. Sie gehen davon aus, dass die britische Wirtschaft im kommenden Jahr wachsen wird und Bankaktien am meisten davon profitieren.

- Die langfristige risikoadjustierte, auf einem Zwölfmonatszeitraum basierende *Relative Stärke* ist ein nützlicher Indikator, weil er Ereignisse und Stimmungen aufgreift, die die anderen Konzepte nicht abdecken. Das Konzept basiert auf einem wichtigen Aspekt der Behavioural Finance Theorie, nach dem Investoren Gewinne im Allgemeinen zu früh mitnehmen, Verluste hingegen erst zu spät realisieren. Unsere langfristige Momentum-Orientierung stellt sicher, dass Kauf-

und Verkaufsentscheidungen nach objektiven Kriterien gefällt werden.

In diesem Zusammenhang hat uns der australische Verpackungskonzern Amcor überzeugt. Die Kursentwicklung der Aktie war deutlich besser als der Durchschnitt der Aktien vergleichbarer Unternehmen des Sektors.

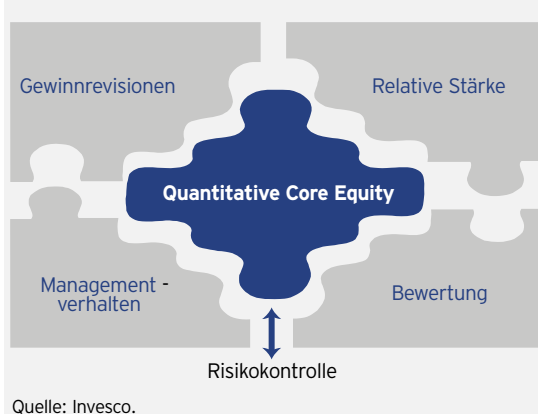
- Das *Managementverhalten* greift Signale auf, die das Management eines Unternehmens dem Markt liefert. Der zugrundeliegende Indikator berücksichtigt Aktienrückkäufe und Aktienemissionen. Dabei wird angenommen, dass das Unternehmen bei einem Aktienrückkauf seinen eigenen Marktpreis offensichtlich für unterbewertet hält. Wir sind davon überzeugt, dass ein Aktienrückkauf das Management im Falle mangelnder Investitionsmöglichkeiten vor schlechten Investitionen bewahren kann. Ferner überprüfen wir die Unternehmensbilanzen, um festzustellen, inwieweit der Finanzbedarf durch den freien Cashflow gedeckt werden kann.

Hier fiel uns die Aktie des amerikanischen Herstellers von Festplatten Seagate Technology auf. Der Konzern kaufte seine eigenen Aktien von Samsung zurück, mit denen er zuvor die Übernahme der Samsung-Festplattensparte bezahlt hatte. Dadurch kann Seagate Technology im laufenden Fiskaljahr etwa 70 Prozent des operativen Cashflows an seine Anteilseigner ausschütten.

- Indikatoren zur *Bewertung* von Aktien setzen das aktuelle Kursniveau ins Verhältnis zu einer Kennzahl des Unternehmenserfolges bzw. -kapitals. Dabei wird jede Aktie relativ zum Universum bewertet. Der fundamentale Hintergrund dieses Vorgehens ist die Erwartung, dass zurzeit fehlbewertete Aktien im Laufe der Zeit ihren fairen Wert erreichen.

Beispielhaft ist hier Fred Olson Energy zu nennen. Die Aktie des norwegischen Ölbohrunternehmens

## Aktienselektion im Überblick



war zu Quartalsbeginn günstig bewertet. Vor allem das Verhältnis des Aktienkurses zum Cash-flow war vergleichsweise attraktiv.

#### ...und ihre Ergebnisbeiträge

Die Prognosequalität und der Erfolg unserer vier Anlagekonzepte werden regelmäßig überprüft. Dies geschieht mit Hilfe des sogenannten Informationskoeffizienten (Information Coefficient, IC), einem Maß für die Prognosefähigkeit des Modells bzw. des Selektionsprozesses. Der IC misst die Korrelation zwischen der zunächst prognostizierten und der tatsächlichen Rendite.

Im 3. Quartal war unser Aktienselektionsprozess nicht erfolgreich. Unsere Anlagekonzepte, die die Attraktivität für jede Aktie aus unserem Universum berechnen, lieferten überwiegend negative Ergebnisse. Lediglich die Gesamtprognose für die Region Emerging Markets war positiv.

#### Performance

Die mehrheitlich negativen Resultate aus unserem Einzelwertmodell haben sich entsprechend nachteilig auf unsere Aktienstrategien ausgewirkt. Mit einer Ausnahme reichten die Wertentwicklungen der Fokusstrategien des Invesco Quantitative Strategies Teams nicht an ihre Benchmarks heran.

Vor diesem Hintergrund gelang es lediglich unserem US-Portfolio, seinen Vergleichsmaßstab S&P 500 um 12 Basispunkte zu schlagen. Das Europa-Portfolio und das Eurozonen-Portfolio lagen mit 65 bzw. 93 Basispunkten hinter dem MSCI Europa bzw. dem

#### Ergebnisbeiträge unserer Konzepte

3. Quartal 2013	Welt	USA	Europa	Japan	Emerging Markets
Gewinnrevisionen	0,01	0,03	-0,04	-0,03	0,03
Relative Stärke	-0,01	-0,02	-0,04	0,03	-0,02
Managementverhalten	-0,05	-0,06	-0,08	-0,01	-0,02
Bewertung	-0,02	-0,05	0,02	-0,04	0,03
<b>Gesamtalpha</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,03</b>

Theoretisch reicht die Bandbreite der Korrelation von +1 bis -1. Dabei ist jedoch zu beachten, dass bereits ein Informationskoeffizient von 0,02 statistisch signifikant ist, die Prognose also ab diesem Wert schon einen Mehrwert schafft.  
Quelle: Invesco, Stand 30. September 2013.

MSCI EMU. Das weltweit anlegende Portfolio blieb mit 156 Basispunkten hinter dem MSCI World Index zurück, das Emerging Markets-Portfolio erzielte in diesem Quartal in etwa die gleiche Rendite wie die Benchmark.

*Manuela von Ditfurth, Senior Portfolio Manager,  
Invesco Quantitative Strategies*

#### Anmerkungen

- 1 Quantitative Core Equity ist ein einzelwertbezogener Ansatz zur Aktienauswahl. Er liefert keine für alle Invesco-Produkte verbindliche Liste von Einzelwerten. Die in diesem Beitrag genannten Einzelwerte sind nur beispielhaft und dienen der Veranschaulichung des Quantitative-Core-Equity-Ansatzes. Die Nennung ist nicht als Anlagerat zu verstehen. Es besteht keine Garantie, dass diese Titel bei Redaktionsschluss und/oder in Zukunft in den Invesco-Portfolios enthalten sein werden.
- 2 Wertentwicklung berechnet nach BVI-Methode, Stand 30. September 2013. Vergangene Wertentwicklung ist kein Garant für eine zukünftige Entwicklung.

#### Quantitative Core Equity

Mit unserer Einzelwertstrategie „Quantitative Core Equity“ stellen wir uns den Herausforderungen der Aktienmärkte. Unser strukturierter Investmentprozess nutzt die Tatsache, dass die am Markt bereits verfügbaren Daten ausreichen, um intelligente Investmententscheidungen zu treffen. Ziel ist, dass sich unser Portfolio bei einem begrenzten, streng kontrollierten Risiko besser entwickelt als der Referenzindex. Wir maximieren also die Information Ratio, d.h. wir streben ein maximales Verhältnis von aktiver Rendite zu aktivem Risiko an.

Zunächst wählen wir mit Hilfe des Invesco-Aktienselektionsmodells aus einem globalen Anlageuniversum von etwa 4.000 Titeln die erfolgversprechendsten aus. Das Invesco-Aktienselektionsmodell setzt dabei auf vier bewährte Investmentkonzepte: Gewinnrevisionen, Relative Stärke, Managementverhalten und Bewertung. Nach Berechnung der zugrundeliegenden Indikatoren verdichten wir die Ergebnisse zu Einzelwertalphas, die eine Aussage über die erwarteten relativen Erträge jeder einzelnen Aktie gegenüber dem Markt treffen. Die Alphawerte werden in einem nächsten Schritt als Input für den Optimierungsprozess genutzt. Der Optimierungsprozess berücksichtigt zusätzlich

kundenspezifische Benchmarks und Restriktionen, Transaktionskosten und das Risikoprofil. Die aktiven Länder- und Branchengewichte werden begrenzt, um den Anteil des nicht-einzelwertspezifischen Risikos am Tracking Error zu minimieren. Folglich ergeben sich die Länder- und Branchengewichte im Kundenportfolio im Wesentlichen durch die jeweilige Benchmark sowie innerhalb der von uns gesetzten Grenzen implizit durch die Aktienselektion.

Unsere Portfolios werden einmal im Monat umgeschichtet (etwa 5 bis 7% des Portfolios). Aktien mit negativen Prognosewerten werden, soweit dies die Risikostruktur des Fonds zulässt, verkauft bzw. untergewichtet. Aktien, für die ein hoher Ertrag erwartet wird, werden gekauft bzw. übergewichtet. Das Transaktionskostenmanagement ist bei Invesco integraler Bestandteil der Portfoliokonstruktion und nach detaillierten und nachvollziehbaren Kriterien organisiert.

Die Indikatoren, die den Investmentkonzepten zugrunde liegen, werden ständig auf ihre Funktionalität und eine geringe Korrelation untereinander überprüft und weiterentwickelt.