

## Planen mit Szenarien

Schwerpunkt:

8. Risikomanagement-Konferenz



### Panel-Diskussion

Nobelpreisträger Prof. Joseph Stiglitz trifft ifo-Präsident

Prof. Hans-Werner Sinn. Seite 16

### Risikoforscher

Der Historiker Prof. Paul Nolte untersucht die Risikowahrnehmung

der Deutschen. Seite 18

### Investmentkonzepte

Intelligent Investieren abseits der Benchmark: Zehn Jahre

MinRisk-Portfolios. Seite 20

## Inhaltsverzeichnis

### Schwerpunkt

#### 2 Risikomanagement-Konferenz

Zusammenfassung, TED-Ergebnisse, Vorstellung der Risikomanagementstudie, Impulsvorträge, Marktausblick, Hauptreden, Panel-Diskussion

### Serien

18 **Die Risikoforscher**  
Historischer Blick auf Risiken, Zu Prof. Paul Nolte, Friedrich-Meinecke Institut der Freien Universität Berlin

### Investmentkonzepte

20 **MinRisk-Portfolios**  
Intelligentes Investieren abseits der Benchmark

### Märkte und Kolumnen

22 **Kolumnen**  
David F. Milleker, Frank Ehrlich

25 **Marktbarometer**

### Transparent

26 **Transparent**  
Anlegerversammlung: Basel III ante Portas, Multi-Channel Kiosk, Ausblick auf die 9. Risikomanagement-Konferenz, High Level Conference in Brüssel, Vorschau Investorentag Erneuerbare Energien, Vorschau Institutional Money Kongress, Vorschau International Roadshow und Frühjahrstour von Union Investment.

# Risiko ohne Rendite

**8. Risikomanagement-Konferenz.** Auch fünf Jahre nach dem Ausbruch der Finanzkrise bleibt die Situation an den Märkten herausfordernd. Auf der diesjährigen Risikomanagement-Konferenz von Union Investment standen zwei Fragen im Mittelpunkt: Wie können Investoren mit möglichst niedrigem Risiko unter den gewachsenen Regulierungsanforderungen noch auskömmliche Renditen erzielen? Welche Strategien können dabei helfen?



Alexander Schindler, Vorstandsmittglied von Union Investment, begrüßte die Gäste der 8. Risikomanagement-Konferenz.

Hierüber referierten Experten aus Praxis und Wissenschaft vor rund 200 institutionellen Investoren in der Rheingoldhalle in Mainz. „Risiko ohne Rendite‘ könnte das Motto der diesjährigen Risikomanagement-Konferenz lauten“, sagte Alexander Schindler, Mitglied des Vorstands von Union Investment, zur Begrüßung. Damit beschrieb er die derzeitige Herausforderung für viele institutionelle Investoren. Institutionelle Investoren stehen unter gewachsenem Renditedruck. Die niedrigen Zinsen zwingen sie einerseits, mehr ins Risiko zu gehen, während ihnen andererseits die Regulierung und geschrumpfte Risikobudgets Grenzen setzen.

#### Was können Szenario-Analysen leisten?

Die stärkere Berücksichtigung von Risiken, insbesondere die Auswirkungen von Extremereignissen auf das Portfolio, gewinnt damit an Bedeutung. Eine Möglichkeit, diese frühzeitig in die Portfoliokonstruktion einzubeziehen, sind szenariobasierte Techniken. Was Szenario-Analysen in der Asset Allocation leisten können, stellte Prof. Arnd Wiedemann vom Lehrstuhl für Finanz- und Bankenmanagement der Universität Siegen vor. Wichtig sind dabei vor allem die individuelle Einschätzung der Zielrendite und der Risikotragfähigkeit des jeweiligen Investors (Seite 5). Über ►



Über 200 institutionelle Investoren mit einem verwalteten Vermögen von rund einer Billion Euro waren der Einladung zur 8. Risikomanagement-Konferenz nach Mainz gefolgt.

# Mehr Chancen als Risiken

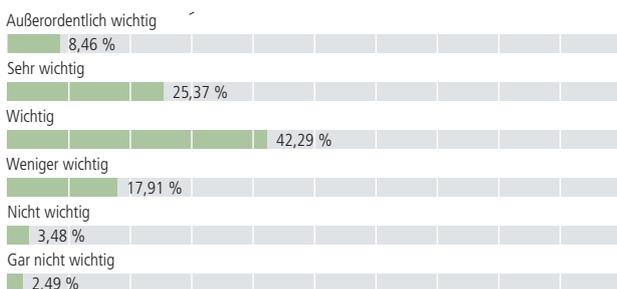
**TED-Umfrage.** Die Publikumsabstimmungen sind seit längerem ein fester Bestandteil bei den Risikomanagement-Konferenzen von Union Investment.

„Die TED-Umfrageergebnisse gewähren einen interessanten Einblick in die institutionelle Branche“, sagt Alexander Schindler.

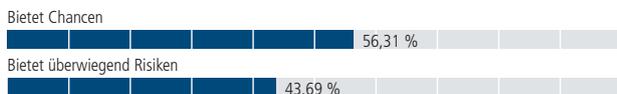
„Immerhin gaben diesmal rund 200 Investoren mit einem verwalteten Vermögen von rund einer Billion Euro ihre Meinung ab.“

Hier eine Auswahl der Abstimmungsergebnisse.

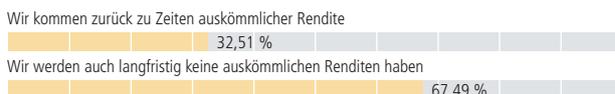
## Wie hoch ist für Sie die Bedeutung von Szenariotechniken im Rahmen Ihrer Anlageentscheidungen?



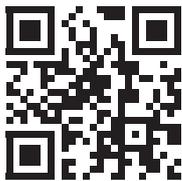
## Mit Blick auf die Kapitalanlage: Wie schätzen Sie die Situation an den Finanzmärkten in den kommenden zwölf Monaten ein?



## Im Zinsdilemma. Was passiert nach der Zinswende?



## Prof. Sinn fordert: Die Währungsunion muss flexibler gestaltet werden mit Ein- und Austrittsmöglichkeiten. Stimmen Sie zu?



### Die Highlights

Die Highlights der 8. Risikomanagement-Konferenz von Union Investment finden Sie auch als Podcast unter [www.risikomanagement.tv](http://www.risikomanagement.tv)

- seine Erfahrungen in der praktischen Umsetzung von Szenario-Analysen berichtete Dr. Thorsten Neumann, Managing Director Quant & Risk Management bei Union Investment. Er riet dazu, eine längerfristige Asset Allocation unbedingt mit einer aktiven Steuerung zu kombinieren, um der Unsicherheit in den Prognosen Rechnung zu tragen. (Seite 7).

Eine Möglichkeit, um notwendige Risikoprämien zu erzielen, ist für viele Investoren eine stärkere Diversifizierung. Welche Assetklassen dabei in Zukunft interessant sein werden, erläuterte Union Investment-Vorstandsmitglied Jens Wilhelm. Seiner Meinung nach bleibt das Niedrigzinsumfeld auch 2014 bestehen, während sich aber das wirtschaftliche Klima insgesamt verbessern werde. Daher hält er Aktien, aber auch Immobilien und Infrastrukturinvestments für besonders aussichtsreich. Wilhelm gab auch Anregungen, wie sich alternative Risikoprämien in Renditechancen ummünzen lassen (Seite 13). Mit den Impulsvorträgen, kurzen Präsentationen von Experten aus der Praxis, hat die Risikomanagement-Konferenz ein neues Format etabliert. Dabei stellten Eberhard Vetter, Leiter Finanzanlagen der RAG-Stiftung, Dr. Stefan Heinemann, Abteilungsleiter Riskmanagement bei Talanx Asset Management, und Nigel Cresswell, Head of Investment Consulting bei Towers Watson, ihre Ansätze in der Asset Allocation vor (Seite 8 ff.).

### Sinn trifft Stiglitz

Den Höhepunkt der 8. Risikomanagement-Konferenz stellten für viele Teilnehmer zum Abschluss die Vorträge von ifo-Präsident Hans-Werner Sinn und US-Wirtschaftswissenschaftler Joseph Stiglitz dar. Beide analysierten die europäische Schuldenkrise und stellten Thesen auf, wie diese zu überwinden sei. Joseph Stiglitz plädierte in seinem Vortrag für eine EU-weite einheitliche Steuerpolitik. Auch Eurobonds hielt er für ein adäquates Mittel, um die Krise in der Peripherie zu überwinden. Stiglitz stellte die Notwendigkeit einer echten Bankenunion heraus. Ähnlich wie Stiglitz monierte auch Sinn in der abschließenden Panel-Diskussion die fehlende europäische Fiskalpolitik. Ohne diese hätte es seiner Meinung nach nie zur Einführung des Euro kommen dürfen. Und obwohl sich die beiden Ökonomen in vielen Aspekten einig waren – in Sachen Eurobonds und Bankenunion blieben sie auf der Risikomanagement-Konferenz in der Mainzer Rheingoldhalle doch unterschiedlicher Meinung (Seite 14 ff.).

fix ●

# Szenarioanalysen für die Asset Allocation

**Risikomanagement-Studie.** Investoren stehen vor der Frage, wie sie in ihrer Kapitalanlage nicht nur ihren Marktprognosen sondern auch alternativen Marktszenarien (z.B. eine negative Entwicklung) geeignet Rechnung tragen können. Eine aktuelle Studie untersucht, wie Szenario-Analysen die Asset Allocation Entscheidung unterstützen können.

Der Renditedruck institutioneller Investoren ist gewachsen. Ein gutes Risikomanagement, welches die knappen Risikobudgets effizient zu nutzen versteht, gewinnt damit an Bedeutung. Dies zeigen auch die Ergebnisse der Risikoinventur von Union Investment. Zwei Drittel aller befragten institutionellen Investoren gaben an, dass sie für ihre Anlageentscheidung eine Rendite-Risiko-Optimierung verwenden. Für 71 Prozent der Befragten steht fest, dass Marktszenarien im Rahmen ihrer zukünftigen Anlageentscheidungen eine hohe bis außerordentlich hohe Bedeutung haben werden.

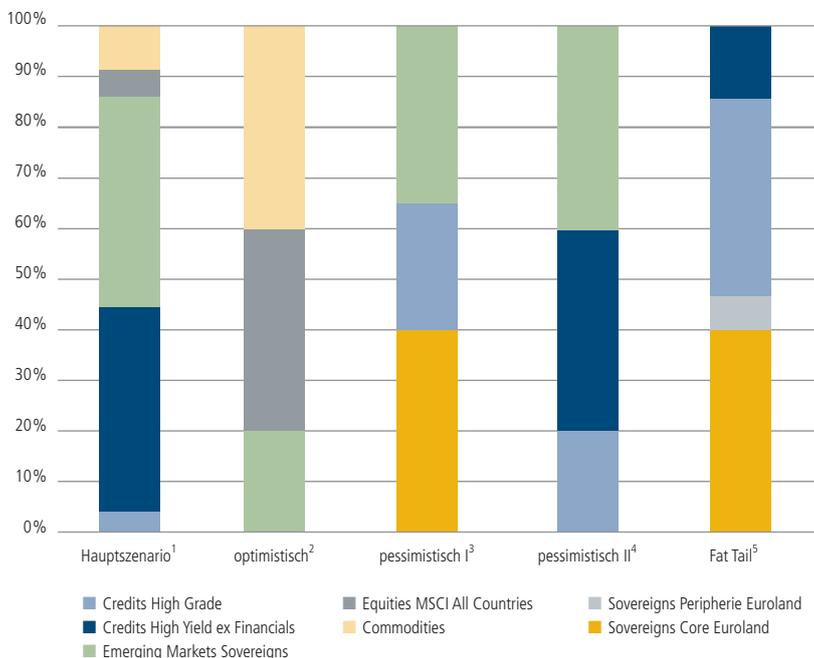
Allerdings hat sich nicht zuletzt durch die jüngeren Krisenereignisse gezeigt, dass eine klassische Rendite-Risiko-orientierte Asset Allocation nach Markowitz keine Antworten auf die Frage gibt, wie Negativszenarien in die Entscheidungsfindung integriert werden können.

Aus diesem Grund hat Prof. Dr. Arnd Wiedemann vom Lehrstuhl für Finanz- und Bankmanagement an der Universität Siegen im Auftrag von Union Investment die Methoden einer szenariobasierten Asset Allocation untersucht. Seine Ergebnisse stellte der Professor auf der 8. Risikomanagement-Konferenz in Mainz vor. ▶



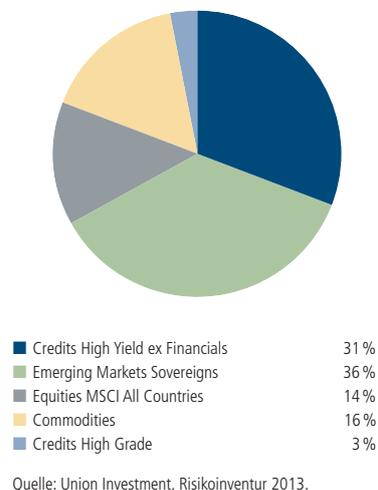
Prof. Dr. Arnd Wiedemann vom Lehrstuhl für Finanz- und Bankmanagement an der Universität Siegen stellte die Ergebnisse der aktuellen Risikomanagement-Studie vor.

### Portfoliooptimierung mittels der klassischen Rendite-/Risiko-Optimierung für jedes Szenario



<sup>1</sup> Hauptszenario: Stabiles Zinsniveau und moderate Konjunkturerholung  
<sup>2</sup> Optimistisches Szenario: Deutliche globale Konjunkturerholung  
<sup>3</sup> Pessimistisches Szenario I: Wiederaufflammen der Euro-Krise  
<sup>4</sup> Pessimistisches Szenario II: Starker Zinsanstieg  
<sup>5</sup> Fat Tail-Szenario: Extrem-Szenario a la Lehman-Pleite  
 Quelle: Universität Siegen, Lehrstuhl für Finanz- und Bankmanagement.

### Die Minimum-Regret-Optimierung liefert im Beispielfall ein tendenziell chancenorientiertes Portfolio



Quelle: Union Investment, Risikoinventur 2013.

#### ► Szenario-Basierte Asset Allocation

Wiedemann skizzierte zunächst beispielhaft fünf mögliche Szenarien für die Entwicklung der Kapitalmärkte, die die Basis für alle weiteren Berechnungen darstellten. Die Bandbreite reichte dabei von einem Best Case mit einer positiven Entwicklung bis zum Worst Case, einem Extremereignis mit starken Verwerfungen an den Märkten. Für die fünf Szenarien wurden konkrete Renditeprognosen unterstellt.

Im szenariobasierten Allokationsmodell wird in einem ersten Schritt für jedes einzelne betrachtete Szenario eine aus Investorensicht optimale Allokation ermittelt. Schließlich kann in einem zweiten Schritt unter Berücksichtigung aller Szenarien eine optimale Allokation aus Gesamtsicht bestimmt werden.

#### Absinken in den negativen Bereich kann verhindert werden

Wiedemann wies in diesem Zusammenhang darauf hin, wie wichtig dabei vor allem die individuelle Vorgabe und Berücksichtigung der Zielrendite und der Risikotragfähigkeit sind: „Wenn Sie eine Risikoeinstellung beschreiben können, dann kann man als Nächstes zur Tat schreiten. Dann können wir für Sie die passende Zielfunktion finden.“

Eine Möglichkeit sei die Optimierung auf eine Zielrendite. Dabei unterstrich Wiedemann, dass eine Zielrendite von beispielsweise vier Prozent nicht bedeute, unter allen Szenarien die Vier vor dem Komma zu erreichen. „Die Zielrendite-Optimierung über ein Szenariomodell kann allerdings helfen, in den schwierigen Szenarien wenigstens nicht in den negativen Bereich abzusinken.“ Wer auf Verlustfreiheit in allen Szenarien Wert lege, könne auch dieses in der Zielfunktion abbilden. Eine hohe Sicherheitsorientierung bedeute aber immer die Aufgabe von Renditechancen. Wie die Untersuchungsergebnisse zeigen, können Szenario-Techniken ein Instrument sein, um stressrobuste Portfolios aufzubauen. **fix ●**



#### Studie

Eine Zusammenfassung der Studie finden Sie als Download unter [www.die-risikomanager.de](http://www.die-risikomanager.de)

# „Aktive Steuerung ist unverzichtbar“

**Risikomanagement-Studie.** Der Methodenbaukasten für die Asset Allocation entwickelt sich in hohem Tempo weiter. Für Investoren kommt es jedoch auch entscheidend darauf an, die Herausforderungen ihrer praktischen Umsetzung zu meistern. Dr. Thorsten Neumann, Managing Director Quant & Risk Management bei Union Investment, berichtete über seine langjährigen Erfahrungen.

Neumann betonte zunächst die Notwendigkeit einer individuell gestalteten Asset Allocation: „Es wird niemals ein ‚one size fits all‘ geben. Für den einen sind drei Prozent Aktienquote schon viel, für den anderen sind 20 Prozent noch wenig.“ Daher müssten zuerst ganz genau Anlageziele und einschränkende Restriktionen definiert werden. Nur dann können die richtigen Antworten auf die zentralen Fragen gegeben werden: Wie können die Anlageziele erreicht werden? Welcher methodische Ansatz ist passend? Welche Prognosen und Szenarien sollen zu Grunde gelegt werden?

## Aktive Steuerung als Antwort auf Prognoseunsicherheit

Die entscheidende Krux bei der Gestaltung der Asset Allocation bleibe bei aller methodischen Weiterentwicklung die Tatsache, dass die zu Grunde gelegten Prognosen mit Unsicherheiten behaftet sind, so Neumann. Wie entwickeln sich etwa die Anleiherenditen in den kommenden Jahren? Welche Marktschwankungen stehen bevor? Die Prognoseunsicherheit liege zwar in der Natur der Sache. Jedoch führten bereits geringe Prognoseänderungen zu deutlich anderen Allokationsempfehlungen. Jede Allokation unterliege deshalb einem substantziellen Prognoserisiko, um welches kein Investor umhin kommt. Hier gelte es aktiv zu entscheiden, da zuverlässige Prognosen weder aus der Historie noch aus der Theorie zu gewinnen seien.

„Wir brauchen eine langfristig orientierte und gut diversifizierte Grundallokation, um an Marktrisikoprämien zu partizipieren“, stellte Neumann klar. „Allerdings müssen wir uns alle darüber im Klaren sein, dass diese immer einem hohen Prognoserisiko unterliegt. Das heißt, ich muss eine gewisse Flexibilität behalten, auch mal zu korrigieren, mal Aktien rausnehmen oder mal Risiko aufladen.“

„Ich glaube nicht, dass wir irgendwo verlässliche langfristige Prognosen bekommen“, folgerte Neumann, „daher ist eine aktive Steuerung unverzichtbar.“ Sie sei unverzichtbar.“ Die Performanceopportunitäten kurzfristiger Marktschwankungen werden hierbei ausgenutzt, indem von der Grundallokation abgewichen wird. Hierdurch können zusätzliche Erträge erzielt und der Prognoseunsicherheit einer langfristigen Ausrichtung der Asset Allocation zu einem guten Teil Rechnung getragen werden. Ein weiteres Plus: Die aktive Steuerung eröffnet neben der Marktperformance eine weitere unabhängige Performancequelle mit hoher Diversifikationswirkung. Im Ergebnis verbessert sich insbesondere die risikoadjustierte Performance des Portfolios.

fix ●



Dr. Thorsten Neumann, Managing Director Quant & Risk Management bei Union Investment.

„Ich glaube nicht, dass wir irgendwo verlässliche langfristige Prognosen bekommen.“

Dr. Thorsten Neumann

# Asset Allocation für die Ewigkeit

**Impulsvorträge.** Die RAG-Stiftung hat zwar den Vorteil, als gewerbliche Stiftung nicht reguliert zu sein. Aber dafür ist sie mit den Ewigkeitslasten des Steinkohlebergbaus in Deutschland betraut. Wie sie diese Aufgaben in der Asset Allocation im aktuellen Umfeld stemmt, schilderte Eberhard Vetter, Leiter Finanzanlagen der Stiftung.

Ende 2018 wird der Steinkohlebergbau in Deutschland Geschichte sein. Doch seine Folgen werden noch Generationen beschäftigen. Vetter sprach in diesem Zusammenhang von „Ewigkeitslasten“. So habe sich das Ruhrgebiet als Folge des Bergbaus in der Spitze bis zu 30 Metern abgesenkt, es liegt damit vielerorts unterhalb des Grundwasserspiegels. Daher wird die RAG-Stiftung ab 2019 mit ihren Mitteln neben dem sozialverträglichen Übergang der im Steinkohlebergbau Beschäftigten auch für den Unterhalt von rund 550 Pumpwerken sorgen müssen. Denn das Grubenwasser muss regelmäßig abgepumpt werden, um Überschwemmungen und weiteren Absenkungen vorzubeugen und um die Trinkwasservorkommen zu schützen. „Und das, so lange es regnet“, sagt Vetter, „also ewig.“

## Inflation und Duration beherrschen

Die Stiftung rechnet allein für die Pumpkosten mit einem Aufwand von 220 Millionen Euro pro Jahr, wobei sich dieser Betrag durch ei-

ne aufgabenabhängige Inflation von Jahr zu Jahr um etwa 2,2 Prozent erhöhen wird. Der daraus resultierende Vermögensbedarf belief sich zum Jahresende 2012 auf rund 14,4 Milliarden Euro. Dabei wird mit einer äußerst langen Duration von 53 Jahren kalkuliert – so lange dauert also für die RAG-Stiftung anlagentechnisch die Ewigkeit. „Damit lautet unsere zentrale Aufgabe für die Kapitalanlage: Beherrsche die Inflation, beherrsche die Duration und erziele die notwendigen nachhaltigen Erträge, damit man diese Pumpkosten auch bezahlen kann“, erläuterte Vetter.

Um diese Kosten zu finanzieren, verfügt die RAG-Stiftung neben ihren beiden größten Beteiligungen Evonik und der Wohnimmobilienholding Vivawest über drei Kapitalanlage-Portfolios mit einem Gesamtvolumen von 2,2 Milliarden Euro. Die Portfolios folgen drei unterschiedlichen Strategien (siehe Abbildung 1).

## Drei Portfolios

Das „kongruente Portfolio“ folgt insgesamt dem verbindlichkeitsorientierten Gedanken einer LDI-Anlage (Liability Driven Investments). Die Basisstrategie bildet dabei die Ewigkeitslasten ab. Weitere 300 Millionen des Budgets liegen in einem „quasi-kongruenten Portfolio“. „Wir ergänzen damit die Basisstrategie, wir versuchen Inflation abzudecken, wobei wir Investments mit inflationsindexierten Erträgen suchen, die aber nicht vollständig kongruent sind zu den Ewigkeitslasten“, so Vetter. Kongruent bedeute laut Vetter eigentlich, dass die Duration von 53 Jahren gefahren werden müsste, genauso wie die Inflation „gehedgt“ werden müsste. „Wir fahren ganz bewusst irgendwo zwischen zehn und 15 Jahren, da es aus der Erfahrung der Finanzkrise schwierig ist, über 53 Jahre Kapitalanlagen mit der gewünschten Sicherheit vorzunehmen“, so der Leiter Finanzanlagen. Insgesamt werden im quasi-kongruenten Portfolio eine verbindlichkeitsorientierte Anlage und ein Durations-Matching angestrebt. Aber bezüglich der Inflation, die aufgabenabhängig über dem Verbraucherpreisindex liegt, habe man sich zugunsten größerer Liquidität entschieden, diese nicht eins zu eins abzubilden.

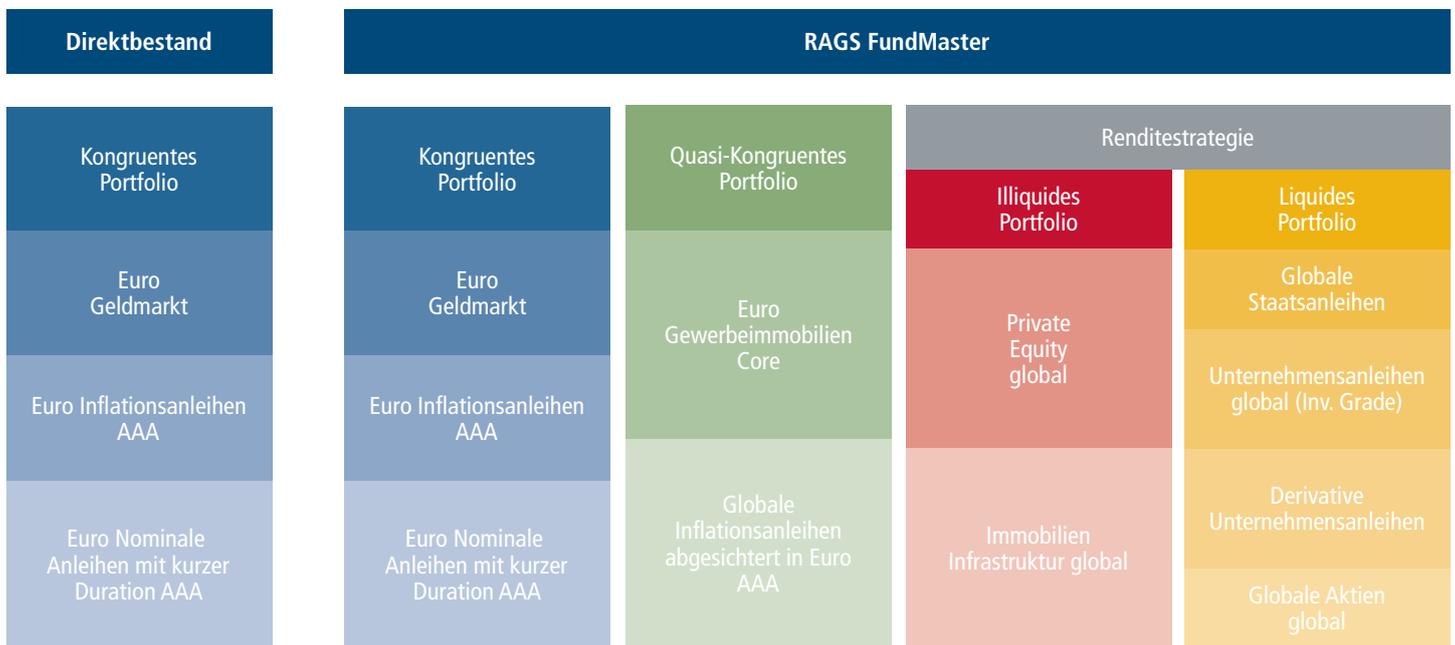
## Aufteilung der Assets in zwei Blöcke

Mit dem dritten Portfolio, dem 800-Millionen-Euro-Renditeportfolio, versucht die RAG-Stiftung unter Einsatz eines Value-at-Risk-Ansatzes durch Ertragsüberschüsse einen zusätzlichen Finanzierungsbeitrag zu erzielen. Die Assets in den drei Portfolios sind in zwei Blöcke

Abbildung 1) Die Assets der RAG-Stiftung



Abbildung 2) Assets der Stiftung sind breit diversifiziert



Quelle: RAG-Stiftung 7.1 Oktober 2013. Alle Währungen werden abgesichert.



Eberhard Vetter, Leiter Finanzanlagen der RAG-Stiftung.

aufgeteilt: einen Direktbestand und einen großen Masterfonds der RAG-Stiftung, der hauptsächlich die von externen Managern verwalteten Bestände sammelt (Abbildung 2). Der Direktbestand befindet sich vor allem im kongruenten Portfolio und beinhaltet zum Großteil Inflationsindexierte Anleihen sowie AAA geratete Nominalanleihen mit kurzer Laufzeit und Geldmarkt-Positionen. Im quasi-kongruenten Portfolio habe man als Ersatz für die Inflationsan-

leihen deutsche und europäische Gewerbeimmobilien ins Portfolio aufgenommen. Diese sind breit diversifiziert und entsprechen aber alle der Core-Qualität. Das Renditeportfolio besteht schließlich aus liquiden und illiquiden Teilen, wobei man mit Ersteren versucht, die Struktur der Weltwirtschaft bei der regionalen Allokation möglichst nachzubilden.

#### Wie werden Gremien bei einem Zinsanstieg reagieren?

Ein Trend der vergangenen drei Jahre, so Vetter, sei eine stärkere Sachwertorientierung gewesen, die man etwa im illiquiden Portfolio umgesetzt habe. Zwar sei die RAG-Stiftung nicht reguliert, begründete der Anlagestrategie. Gleichzeitig habe man aber mit anderen Zwängen – also vor allem der langen Laufzeit der Verpflichtungen und der Inflation zu kämpfen. Zusätzlich habe das Niedrigzinsumfeld zu dieser Akzentverschiebung in der Asset Allocation geführt, die auch von einer Hinwendung zu riskanteren Assets begleitet wurde. Diesen Weg sei man aber nur so weit gegangen, erläuterte Vetter, wie es das Risikobudget erlaube habe. Mit Blick auf Zinsänderungen zeigte er sich gespalten: „Wenn die Zinsen steigen, hätten wir im kongruenten Portfolio zwar eigentlich keinen Handlungsbedarf, weil auf der anderen Seite die Verpflichtungen abschmelzen“, so Vetter. Aber er schränkte ein, „ich weiß nur nicht, was die Gremien machen, wenn es tatsächlich so weit ist. Was passiert, wenn man eine zehnjährige Duration auf vier Milliarden Euro fährt und der Realzins steigt um ein Prozent – das mag jeder für sich selbst ausrechnen.“

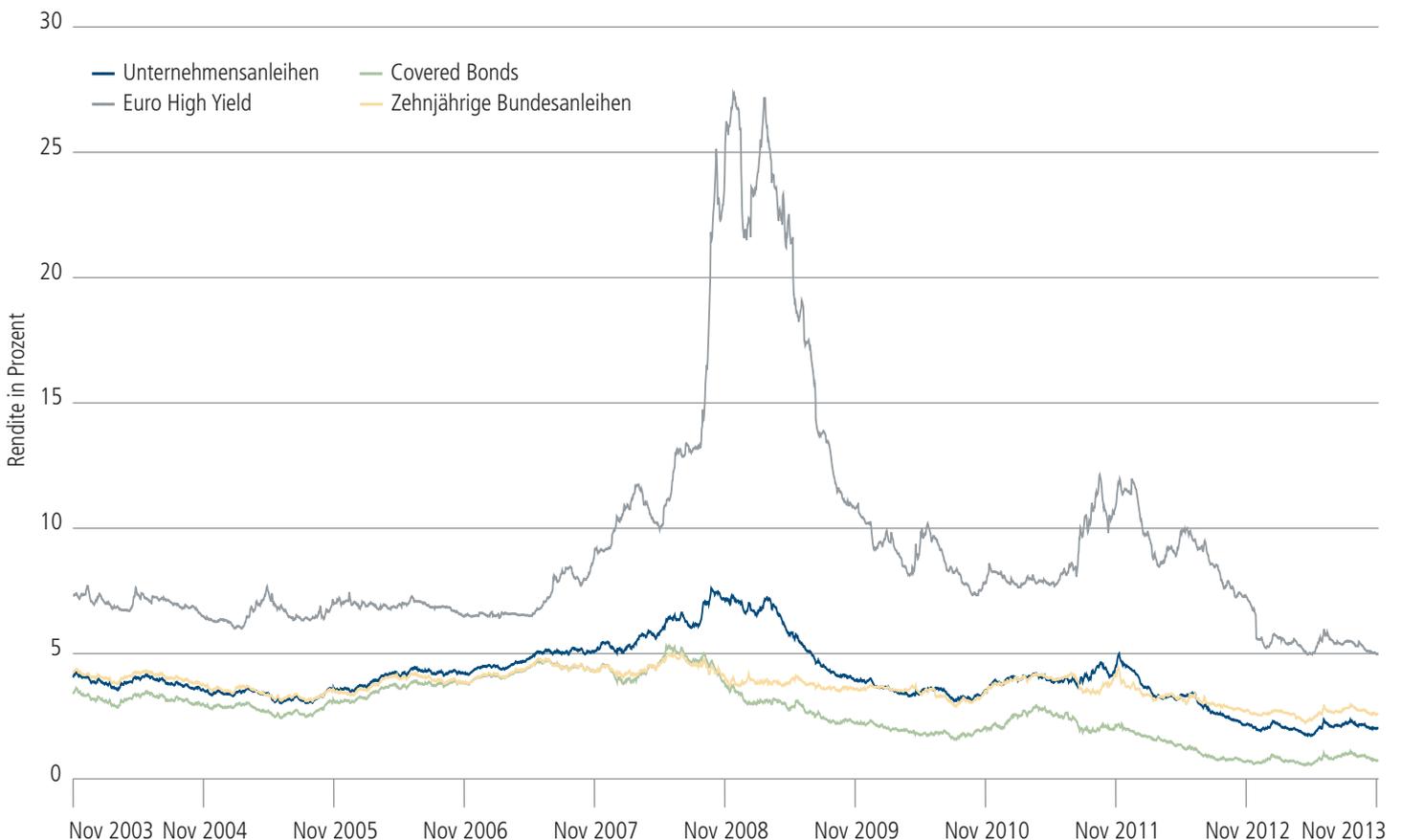
Die Stiftung werde insgesamt den Weg der Diversifikation fortsetzen und die Sachwertorientierung weiter ausbauen. „Wir werden stärker in Private Equity und Infrastruktur investieren. Wir verhalten uns da ein Stück weit wie US-amerikanische Universitätsfonds.“ **fix ●**

# Internes Modell hilft weiter

**Impulsvorträge.** Die Talanx AG ist die drittgrößte deutsche Versicherung, börsennotiert und Bafin-kontrolliert. Wie das Unternehmen die enormen Verpflichtungen der Kapitalanlage im derzeitigen Umfeld erfüllen kann, erläuterte Dr. Stefan Heinemann, Abteilungsleiter Riskmanagement bei Talanx Asset Management.

Die Bond-Risiken werden nur gering entlohnt.

## Bestandsaufnahme Assets: Die Risiken für Anleihen werden immer schlechter entlohnt.





Dr. Stefan Heinemann, Abteilungsleiter Riskmanagement bei Talanx, zeigte, unter welchem Druck Versicherer im derzeitigen Umfeld stehen.

„Sehr viele Nebenbedingungen zu haben ist manchmal auch ganz gut. Dann ist der Lösungsraum nicht zu groß“, sagte der studierte Mathematiker mit einem Augenzwinkern. „So lange er noch größer als die leere Menge ist, funktioniert das.“ Eine große Herausforderung für die deutschen Lebensversicherer sind Dr. Heinemann zufolge vor allem die alten Versicherungsverträge mit einer garantierten Verzinsung von bis zu vier Prozent, die in dem Niedrigzinsumfeld nicht mehr risikolos zu erzielen sind. „Eigentlich sind wir seit Jahren, wenn man sich nur die Swaps anschaut, unterhalb der roten Linie“, schilderte er. „Ohne Zusatzrisiko können wir das kaum noch schaffen.“

#### Fixed Income bietet wenig Rendite ohne Risiko

Der Blick auf die Assets auf der Fixed-Income-Seite im Überblick zeigt, mit wie viel Risiko jedes zusätzliche Prozent Rendite erkaufte werden muss (siehe Abbildung). „Das führt dazu, dass ich im Schnitt alle drei Jahre durch einen Marktwertverlust den Kupon, den ich während des Jahres eingenommen habe, wieder verliere, wenn ich in diese Assetklassen investiere“, so Heinemann. Vernünftige Renditen können eigentlich nur noch mit anderen Assetklassen wie Aktien und Immobilien und sonstigen Alternative Assets erwirtschaftet werden, allerdings mit dem Problem, dass damit auch deutlich höhere Volatilitäten eingekauft werden.

Diese Ausgangslage ist für das Asset Management von Talanx eine Herausforderung. „Wir wollen zwar eigentlich ein Buy-and-Hold-Portfolio haben, sind aber durchaus in der Lage, die Assets umzuschichten, wenn wir das für nötig halten“, betont Heinemann. Er skizzierte im Folgenden den „Secure Yield“-Ansatz, den sein Team seit sechs Jahren verfolgt. Dabei wird auf der einen Seite nach dem Parameter der erwarteten Rendite (unter Berücksichtigung aktueller Returns) optimiert. Auf der Seite der Risikovorsorge wird bei der Überprüfung grundsätzlich ein Value-at-Risk-Ansatz herangezogen. Das Maß ist dabei 95 Prozent Wahrscheinlichkeit im Quantil – also das „einmal in 20 Jahren Ereignis“. Solvency II schreibt hierbei zwar 99,5 Prozent vor, doch

wie Dr. Heinemann erläuterte, ergebe sich bei dieser Zahl automatisch ein Minimum-Varianz-Portfolio, das den Renditeansprüchen der Talanx nicht gerecht werden kann. Dagegen hält er selbst die kleinen Anteile von Alternative Assets wie etwa Private Equity, die aus regulatorischer Sicht noch beigemischt werden dürfen, für unbedingt erforderlich, um Risiken zu minimieren und die Rendite signifikant zu steigern. Das sei natürlich nur möglich über ein internes Modell, das von den Solvency-Standard-Faktoren etwas abweichen dürfe.

#### Alternative Anlageklassen dringend benötigt

„Wir sind der Überzeugung, dass nur noch mit einer Beimischung von Alternative Assets die Portfolio-Ziele überhaupt erreicht werden können“, sagte Heinemann. Das interne Modell ermöglicht dabei Talanx mehr in Alternatives zu investieren, deren Risiken seiner Meinung nach aufsichtsrechtlich unverhältnismäßig hoch angesetzt werden. Talanx arbeitet daran, die Qualität mit den klassischen Anlageklassen weiter zu perfektionieren.“ Ferner nutze der Versicherer derivative Assets zur Durationsverlängerung und zum Yield Enhancement. Und schließlich prüfe seine Abteilung weitere neue alternative Assetklassen, aktuell zum Beispiel Infrastruktur oder direkte Kreditvergabe.

# Get smarter

**Impulsvorträge.** Die Niedrigzinsphase wird Investoren aller Voraussicht nach noch länger beschäftigen. Ein Gegenmittel aus dem Bereich der Asset Allocation stellte Nigel Cresswell, Head of Investment Consulting, bei der Unternehmensberatung Towers Watson unter dem Schlagwort „Smart Beta“ vor.



Nigel Cresswell, Head of Investment Consulting Germany bei Towers Watson

Der blinde Glaube an Statistiken treibt manchmal seltsame Blüten. Gerade der traditionelle Optimierungsansatz zur Identifizierung effizienter Portfolios basiere hauptsächlich auf Annahmen und Statistiken historischer Daten, so Cresswells Erfahrung. In der Finanzkrise habe dieser Ansatz sich bei extremen Fat-Tail-Ereignissen als wenig wirksam gezeigt und besonders schlechte Ergebnisse geliefert. Ungeachtet dessen sei er aber nach wie vor bei vielen Investoren die erste Wahl.

### Abgrenzung von Diversifikation und Diversität

Cresswell legte für seine Argumentation zunächst Wert auf die Unterscheidung von Diversifikation und Diversität. Erstes ist der statistische Ansatz für den Aufbau eines optimierten Portfolios aus verschiedenen Asset-Klassen. Dagegen geht es bei Diversität um die Berücksichtigung der ökonomischen Faktoren verschiedener Asset Klassen, um über diese Renditetreiber ein Portfolio zu diversifizieren. Towers Watson hat insgesamt acht Treiber identifiziert, die langfristig eine Aussicht auf einen Ertrag oberhalb der risikofreien Rendite bieten. Drei davon werden insbesondere für verpflichtungsorientierte Investoren nicht entlohnt. „Fünf weitere halten wir für attraktiv“, so Cresswell und zählt auf: „Aktien, Credit, Illiquidität, Versicherung und Skill-Prämie.“

Diese fünf entlohnten Risiken lassen sich bei der Konstruktion eines Portfolios zu berücksichtigen. Die Kunst sei es, hieraus ein robustes Portfolio aufzubauen,

das unter normalen und extremen Situationen funktioniere. Wie kommt man also zu einer diversifizierten Streuung über mehrere Triebfedern? Traditionell wird dies über Alpha oder Beta versucht. Diesen Ansatz bezeichnet Cresswell aber nicht mehr zeitgemäß. Er sieht die Renditeströme vielmehr dreigeteilt in: Bulk Beta, Smart Beta und Alpha (Siehe Abbildung). Cresswell: „Smart Beta besteht daraus, die zugrunde liegenden Risikotreiber hinter Assetklassen oder bestimmten Strategien zu erfassen. Hier hat man sich von einem reinen Bulk Beta Ansatz wegbewegt, entweder weil kein Bulk Beta besteht oder mit der Absicht, von einem verbesserten Risiko/Rendite Profil zu profitieren.“

Ein Blick auf die durchschnittlichen Renditen der Hedgefondsbranche zeige jedoch, dass Vieles, was als reines Alpha verkauft werde, tatsächlich aus Bulk Beta- und Smart Beta-Komponenten bestehe. „Wir sehen eine Mischung aus den drei Komponenten als Teil des Konstruktionsprozesses, allerdings will man keine teuren Alpha-Gebühren für Smart- oder Bulk-Beta bezahlen“, erläutert Cresswell. Smart-Beta-Lösungen seien dagegen günstiger zu implementieren und sorgen gleichzeitig für Diversifizierung im Portfolio.

Smart Beta sei noch ein junges Gebiet. „Innerhalb von zehn Jahren hat es sich von einer Idee zu einer Reihe von implementierbaren Strategien entwickelt“, resümiert Cresswell. „Aber der Ansatz gewinnt an Akzeptanz.“

fix ●

### Einführung von „Smart Beta“: Von der Zwei- zur Dreiteilung der Renditeströme.

Bulk Beta Aktien Renten	Smart Beta systematisch, diversifizierend, thematisch	Alpha Timing Titelaktion
Passive Lösungen sind verfügbar und günstig implementierbar (gewichtet nach Marktkapitalisierung)	Diversifikation über Risikoprämien und systematische Alphaquellen hinweg	In der Regel nicht replizierbarer Skill
<ul style="list-style-type: none"> <li>Aktien</li> <li>Staatsanleihen</li> <li>Unternehmensanleihen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reinsurance</li> <li>Währung EM</li> <li>Volatilität</li> <li>Trend</li> <li>FX carry</li> <li>MSCA</li> <li>Rohstoffe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hedgefonds</li> <li>Aktien, langfristig</li> </ul>

Quelle: Towers Watson

# Gegen die Renditelosigkeit

**Marktausblick.** Worauf sollen Investoren im Jahr 2014 setzen? Auf der 8. Risikomanagement-Konferenz gab Jens Wilhelm, Mitglied des Vorstands von Union Investment, einen Ausblick über die wirtschaftliche Entwicklung und leitete daraus erfolgversprechende Anlagestrategien ab.

Die Eurozone befindet sich inzwischen auf dem Weg zu mehr Normalität und ist damit von möglichen Krisenszenarien deutlich abgerückt, begann Jens Wilhelm seine volkswirtschaftliche Prognose. Gerade die Entwicklung in Euroland im zweiten Quartal, die aus der Rezession geführt habe und zunehmend Schwung aufnähme, stimmte den Vorstand optimistisch. Auch die sich gut entwickelnden Aktienmärkte mit ihren Kursanstiegen reflektieren das besser gewordene wirtschaftliche Umfeld. Insgesamt glaubt Wilhelm, dass die Risiken für die Weltwirtschaft im Jahr 2014 und damit für die Investoren weiter abnehmen werden. Ein Risikofaktor werde allerdings der Rekapitalisierungsbedarf europäischer Banken bleiben. Dabei bedrohe eine mangelnde Kreditvergabe weiterhin den Wachstumspfad. In der US-Fiskalpolitik erwartet der Union Investment-Vorstand keinen weiteren „Government Shutdown“, sondern eine Einigung zwischen Demokraten und Republikanern. „Die wirtschaftliche Erholung nimmt 2014 weiter zu. Das und die lockere Geldpolitik der Notenbanken sind gute Rahmenbedingungen für die Kapitalmärkte im nächsten Jahr“, sagte Wilhelm. Insgesamt also positive Aussichten für den Kapitalanleger.

## Kein Ende des Niedrigzins in Sicht

Für die Rentenmärkte rechnete Wilhelm höchstens mit einem moderaten Zinsanstieg für 2014. Investoren müssen sich also weiterhin mit dem Niedrigzinsumfeld arrangieren. „Die vier Prozent Rendite, die viele Anleger gern in dieser Asset-Klasse als Ziel haben, werden wir auf absehbarer Sicht nicht erreichen“, so Wilhelm. Gerade für deutsche Investoren, die sich nach Wilhelms Ansicht immer noch zu sehr auf Anleihen konzentrieren, bedeutet dies eine echte Herausforderung.

Welche Auswege gibt es aus dieser Renditefalle? Im Rentenbereich empfiehlt Wilhelm Anleihen aus der Europeripherie oder aus dem High Yield-Segment. Für Investoren mit längerem Anlagehorizont böten auch Emerging Markets-Anleihen wieder Chancen. Aus seiner Sicht ist aber gerade die Risikoprämie bei Aktien besonders attraktiv. Regional favorisierte Wilhelm aufgrund einer erwarteten höheren Gewinndynamik und niedrigerer Bewertungen eindeutig Werte aus der Eurozone. „Seit Sommer gibt es einen Schwenk im Aktienmarkt hin zu den Substanzwerten und raus aus den defensiven Wachstumswerten. Ein Trend, der sich auch 2014 fortsetzen wird“, sagt Wilhelm. Trotzdem blieben auch dividendenstarke Titel interessant. Für vorsichtige Anleger empfahl er den Weg über die Hintertür, nämlich Wandelanleihen.

## Quellen alternativer Risikoprämien

Neben diesen traditionellen Risikoprämien riet Jens Wilhelm auch alternative Risikoprämien im Blick zu behalten. Neben Immobilien



Jens Wilhelm, Mitglied des Vorstands von Union Investment, gab einen Marktausblick und zeichnete Investmentmöglichkeiten auf.

mit Schwerpunkt auf Core-Objekten zählten dazu auch Infrastrukturinvestments. Auch hier würde die Nachfrage 2014 nicht abreißen und um gute Investitionsmöglichkeiten in einem hartem Wettbewerb stehen. Zudem wies Wilhelm noch auf alternative Risikoprämien aus den Bereichen Volatilität, Value und Momentum hin, die Union Investment für ihre Kunden nutzbar macht. „Solche „Alternative Beta“ genannten Strategien sind Bausteine für eine Asset-Allokation, die wir, wenn wir erfolgreich im Niedrigzinsumfeld tätig sein wollen, nun im größeren Umfang nutzen müssen“, so Wilhelm.

## Risiken aktiv managen

In seinem Fazit sah Wilhelm für 2014 neben einer wirtschaftlichen Beschleunigung, auch die Notwendigkeit eines aktiven und dynamischen Managements. „Investoren müssen auf mehr Risikoprämien setzen, die nicht nur von der Rentenseite her kommen können. Und sie sollten Risiken aktiver managen als in der Vergangenheit. Wir sollten uns von den sehr statischen Konzepten lösen und Ertragspotenziale durch eine flexiblere Risikosteuerung generieren“, schloss Wilhelm seinen Marktausblick **stb ●**



## Marktausblick

Eine Zusammenfassung des Marktausblicks als Podcast finden Sie auf [www.risikomanagement.tv](http://www.risikomanagement.tv)

# Aufrüttelnde Worte

**Hauptrede.** Wenn der Chef des Münchner ifo Instituts die Bühne betritt, hält er sich nicht lange mit Manuskripten auf. Prof. Dr. Hans-Werner Sinn bevorzugt klare Bilder, oftmals provokant – so auch bei seiner Kritik an der Europäischen Zentralbank auf der 8. Risikomanagement-Konferenz.

Der monatliche Geschäftsklimaindex des Münchner Wirtschaftsforschungsinstituts Ifo wird an den internationalen Börsen stets mit Spannung erwartet. Auch ifo-Präsident Prof. Hans-Werner Sinn sorgt für Spannung. Der streitbare Ökonom und Sachbuchautor vertritt, wenn es um die Eurozone geht, häufig mit aufrüttelnden Worten und aufwühlenden Bildern Thesen, die provozieren, aber auch zum Nachdenken anregen.

Die Teilnehmer der 8. Risikomanagement-Konferenz bekamen davon mehr als eine Kostprobe. Zunächst kam er auf die Kosten des Euro zu sprechen. So hätten die deutschen Sparer in den fünf Krisenjahren von 2008 bis 2012 ungeheuerliche 203 Milliarden Euro an Zinseinnahmen verloren und werden mindestens 60 Milliarden im folgenden Jahr verlieren. Fast die gleiche Summe sei dagegen den südeuropäischen Krisenländern an Zinskosten erspart worden. Die niedrigen Zinsen, mit denen die EZB die hoch verschuldeten Krisenländer stütze, würden die deutschen Sparer teuer bezahlen – auch wenn die Politik dies bestreite.

## Faule Kredite in der EZB-Bilanz

Die EZB sei mit Refinanzierungskrediten über 1.000 Milliarden Euro gegenüber den Krisenländern in Vorleistung gegangen. Nun drohen ihr daraus Abschreibungsverluste über 650 Milliarden Euro. „Die EZB hat die privaten Kapitalanleger und die Länder gerettet, indem sie die Defizite weiter finanzierte. Und heute sind wir in der Situation, dass wir die EZB retten. Und das ist wirklich alternativlos, weil sonst der Euro und das ganze Eurosystem zusammenbrechen.“

Für den Präsidenten des ifo Instituts ist die Eurokrise noch lange nicht abgeschlossen. Noch mehr besorgt ihn, dass die Krisenländer abgesehen von Irland bei ihrem Hauptproblem nicht vorankämen: der mangelnden Wettbewerbsfähigkeit. Diese sei der Grund für fehlendes Wirtschaftswachstum und die katastrophal hohe Arbeitslosigkeit, insbesondere der Jugend.

## Drei schreckliche Alternativen

Zur Lösung der Krise gibt es für Sinn nur „drei schreckliche Alternativen.“ Lohn- und Preissenkungen in den Krisenländern. Lohn und Preiserhöhungen im Norden. Sowie Austritt aus dem Euro bei gleichzeitiger Abwertung der neuen Landeswährung. Würde aber

nur der Norden handeln, müsste etwa Deutschland eine Inflation von 5,5 Prozent über zehn Jahre zulassen. Dabei würden Spar- und andere Nominalvermögen um 42 Prozent an Wert verlieren. Stille im Saal. Sinn schiebt die Antwort schnell nach: „Werden wir das machen? Nein!“

Deflation im Süden gehe aber auch nicht. Denn die Haushalte und Firmen in den Krisenländern seien tief verschuldet. „Wenn wir dort die Preise und Löhne senken, treiben wir sie alle in den Bankrott.“ Und Austritt aus dem Euro? Sinn spricht von Unruhen auf dem Kapitalmarkt, Bank-Run, Zypern und Ansteckungseffekten, „lauter schreckliche Dinge“ eben. „Sie sehen, es gibt keine Lösung, die nicht schrecklich ist!“ Man könne sich nun die am wenigsten schreckliche aussuchen. Er bevorzuge „von allem ein bisschen.“

## Europäische Schuldenkonferenz

Sinn genießt die Wirkung seiner Worte auf das Saalpublikum einen Moment lang und breitet dann seine Lösung aus: Schuldenkonferenz und Austritt aus der Währungsunion! Um wieder wettbewerbsfähig zu werden, müsse den Ländern des Südens erlaubt werden, aus dem Euro auszutreten. Und zwar „mit der Option, später wieder einzutreten und ohne rechtlich das Eurosystem als solches zu verlassen.“ Sinn nennt dies eine „atmende Währungsunion“. Die Austrittsländer könnten sodann ihre Exportchancen verbessern, indem sie ihre neue Landeswährung gegenüber Euro und Dollar abwerteten. Das sei allemal besser als Deflation und Unruhen.

Damit seien aber die erdrückenden Schulden noch nicht bewältigt. Sinn fordert deswegen eine europäische Schuldenkonferenz, auf der alle Schulden ehrlich bilanziert werden müssten, um über eine tragbare Lastenverteilung zu sprechen. Die Lösung der Eurokrise werde für alle schmerzhaft, auch für Deutschland: „Wir müssen akzeptieren, dass wir einen Teil unseres Vermögens durch Inflation verlieren.“ Kopfschütteln im Saal. Sinn provoziert gerne Widerspruch. Das zeigte sich erneut im Verlauf auf der 8. Risikomanagement-Konferenz.

tba ●



## Auswege

Prof. Sinn analysiert die Euro-Krise und zeigt Lösungsmöglichkeiten. Der Beitrag auf [www.risikomanagement.tv](http://www.risikomanagement.tv)



### **i** Zur Person

Prof. Dr. Hans Werner Sinn, Jahrgang 1948, ist Präsident des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung (seit 1999), Direktor des Center for Economic Studies (CES) der Ludwig-Maximilians-Universität München (seit 1991), Professor für Nationalökonomie und Finanzwissenschaft, Ludwig-Maximilians-Universität München (seit 1984) und Geschäftsführer der CESifo GmbH (seit 1999). Prof. Sinn lebt mit seiner Frau in Gauting bei München und hat drei erwachsene Kinder.

# „Der Euro war ein Fehler“

**Hauptrede.** Der Vortrag des Wirtschaftsnobelpreisträgers Joseph Stiglitz zählte zweifellos zu den Höhepunkten der 8. Risikomanagement-Konferenz. Der US-Ökonom sprach über Eurobonds und die Bankenunion und diskutierte darüber in einer anschließenden Panel-Diskussion mit Ifo-Präsident Hans-Werner Sinn.



Die Welt steckt in einer Krise, in einer „globalen Malaise“. Das hielt Wirtschaftsnobelpreisträger Joseph Stiglitz gleich zu Beginn seines Vortrags fest. Weshalb er es für angebracht hielt, eine noch pessimistischere Position einzunehmen, als er es als Ökonom ohnehin tue. Aus seiner Sicht wachse die Weltwirtschaft einfach zu langsam. Die weltweite Nachfrage sei zu schwach. „Deutschland mag das nicht so stark zu spüren bekommen, weil hier viele Dinge richtig gemacht wurden. Aber den meisten Ländern dieser Erde geht es schlechter“, sagte Stiglitz. Dabei kennt der US-Ökonom sich auch ziemlich genau mit den Problemen innerhalb der Eurozone aus. „Der Euro war ein Fehler.“ Die gemeinsame Währung sei ein politisches Projekt gewesen und ohne einen hinreichenden institutionellen Überbau eingeführt worden, obwohl viele Mitgliedsstaaten noch nicht die notwendigen Bedingungen erfüllt hätten. Diese Ungleichgewichte habe der Euro nicht überwinden können. Vielmehr wurde durch ihn ein wichtiger Ausgleichsmechanismus abgeschafft: der Wechselkurs.“

## Eurobonds unter anderem Namen

„Ich glaube, ohne Reformen wird es sehr schwierig“, konstatierte Stiglitz. Den Reformdruck sieht der Wirtschaftsnobelpreisträger weniger seitens der einzelnen Mitgliedsstaaten. Vielmehr müsse die gesamte Eurozone neu strukturiert werden. Das wichtigste Ziel sei es, die derzeitige Sparpolitik zu beenden, um wieder in die Wachstumszone zu kommen. In diesem Zusammenhang hält der Ökonom ein entschiedenes Vorgehen für unverzichtbar. Stiglitz plädiert in diesem Zusammenhang für eine Bankenunion – und zwar nicht nur mit einer gemeinsamen Aufsicht, sondern vor allem mit einer allgemeinen Einlagensicherung. Auch Eurobonds hält er für ein adäquates Mittel, um die Krise in der Peripherie zu überwinden. Dabei ist sich Stiglitz bewusst, dass allein schon der Name „Eurobond“ ein Reizthema sei, und schlägt daher vor: „Denken Sie über einen neu-

## **i** Zur Person

Joseph Stiglitz, Jahrgang 1943, ist Professor für Ökonomie an der Columbia University in New York und seit 2001 Träger der Wirtschaftsnobelpreises. Von 1997 bis 2000 war Stiglitz Chefökonom der Weltbank, später leitete er den Stab wirtschaftlicher Berater unter US-Präsident Bill Clinton. Sein jüngstes Buch „Der Preis der Ungleichheit“ ist 2012 erschienen.



In vielem einig, aber bei Eurobonds und Bankenunion unterschiedlicher Meinung. Alexander Schindler (Mitte) moderierte die Panel-Diskussion zwischen den Hauptrednern Prof. Hans-Werner Sinn und Prof. Joseph Stiglitz.

en Mechanismus nach, denken Sie sich einen neuen Namen aus – im Endeffekt geht es aber um gemeinschaftliche Kreditaufnahme.“

„Schulden müssen keine Belastung sein“, ist der Nobelpreisträger überzeugt. Sie seien aber dann eine Bürde, wenn die Zinsen fünf, sechs oder gar zehn Prozent betragen. Sobald man die gemeinsame Stärke Europas bei der Kreditaufnahme nutzen kann, würden die Zinssätze sinken und Europa in die Wachstumszone gelangen. Nicht zuletzt brauche Europa eine stärkere Gemeinschaftspolitik, namentlich Fiskalpolitik, um den Mitgliedsstaaten mit geringerer Produktivität Wachstum und Anschluss an die stärkeren Staaten zu ermöglichen. Wenn der Europäischen Union das gelänge, könnten sie und der Euro überleben. „Und diese Frage ist nicht nur für Europa wichtig, sondern auch für die Welt. Ohne europäischen Aufschwung wird es keine starke Weltwirtschaft, keine globale Erholung geben“, ist Stiglitz sicher.

#### Ohne Fiskalunion geht es nicht

In der anschließenden Panel-Diskussion stimmte Ifo-Präsident Prof. Hans-Werner Sinn in fast allen Punkten mit dem Wirtschaftsnobelpreisträger überein. „Ich stimme Ihnen zu 99 Prozent zu. Nur bei den Eurobonds bin ich anderer Meinung. Aber der Rest ist wunderbar“, sagte Sinn auf dem Podium. Ähnlich wie Stiglitz kritisiert auch der deutsche Ökonom die fehlende europäische Fiskalpolitik, ohne die es seiner Ansicht nach nie zur Einführung des Euro hätte kommen dürfen. Sinn fordert statt nur einer gemeinsamen Währung die „Vereinigten Staaten von Europa“. „Ja, ich denke auch, dass das versäumt worden ist damals“, pflichtete ihm Stiglitz bei. „Eine gemeinsame Währung braucht auch einen stabilen politischen Überbau. Aber solch eine halbe Lösung ist nicht stabil, wie die Krise gezeigt hat.“

Obwohl die beiden Ökonomen in vielen Punkten einig waren, in Sachen Bankenunion blieben sie unterschiedlicher Auffassung. Während Stiglitz für eine Einlagensicherung plädiert, damit die Mitgliedsstaaten wirtschaftlich näher zusammenkämen, ist Sinn der Ansicht, dass eine Bankenunion ohne einen politischen Zusammenschluss Europas nicht funktionieren würde. „Wir brauchen die Vereinigten Staaten von Europa als großen Versicherungsvertrag, in dem sich die Mitgliedsstaaten gegenseitige Hilfe versprechen“, sagte Sinn. Erst wenn das geschafft sei, könnten auch Eurobonds eingeführt werden. „Ansonsten befürchte ich, dass wir ohne eine politische Union bei der Vergemeinschaftung der Schulden wieder ähnliche Probleme bekommen. Wir würden die unterschiedlichen Länder zu Gläubigern und Schuldern machen – und diese haben untereinander nie ein gutes Verhältnis.“

#### Leidensdruck darf nicht noch größer werden

Während Sinn und Stiglitz sich in diesem Punkt nicht annäherten, waren sie sich, was die gesellschaftlichen Auswirkungen der Eurokrise angeht, umso einiger: Die hohe Jugendarbeitslosigkeit, gerade in Spanien, Griechenland und Portugal, zerstöre die Zukunft dieser Länder. „Als 2010 entschieden wurde, dass Griechenland in der Währungsunion bleiben soll, hat man sich gleichzeitig entschieden, eine ganze Generation junger Leute aufzugeben, nur um die Portfolios einiger deutscher und französischer Banken sowie reicher Griechen zu retten“, kritisierte Sinn. Der Leidensdruck in den Krisenstaaten sei bereits sehr hoch, stimmte Stiglitz zu. „Leid und Schmerzen sind aber nicht die richtigen Antriebsmittel für Reformen, die die Eurozone so dringend nötig hat.“

geb ●



#### Rede und Panel-Diskussion

Die Rede von Joseph Stiglitz und die Panel-Diskussion von Joseph Stiglitz und Hans-Werner Sinn als Podcast auf [www.risikomanagement.tv](http://www.risikomanagement.tv)

# Historischer Blick auf Risiken

Zeitgeschichte. Mit seinem Buch „Riskante Moderne“ sorgte der Berliner Historiker Professor Paul Nolte vor etwa acht Jahren für Aufsehen. Darin warf er den Deutschen vor, eine Risikovermeidungsgesellschaft zu sein. Was hat sich davon in der Finanzkrise als richtig erwiesen? Woran forscht Nolte heute?

Paul Nolte ist keiner, der ein Leben im Elfenbeinturm fristet. Stattdessen verbringt der Professor für Neuere Geschichte viel Zeit in Fernsehstudios und Radiostationen, gibt Zeitungsinterviews, schreibt Gastbeiträge oder gleich ganze Bücher. Nolte ist ein gefragter Gesprächspartner, denn er interessiert sich für ein breites Spektrum sozialpolitischer Themen - und er bringt seine Meinung auf den Punkt. Etwa 2004, als er in seinem Buch „Generation Reform“ den Begriff „Unterschichtenfernsehen“ prägte, der ein großes Medienecho auslöste.

Aktuell befasst sich der 50-jährige Lehrstuhlinhaber, der an der Freien Universität Berlin ein Team von bis zu 20 Mitarbeitern leitet, mit der Geschichte und Zukunft der Demokratie. Wohin geht es mit der Demokratie angesichts der Ermüdungserscheinungen, die diese Gesellschaftsform in Europa und insbesondere in Deutschland durchlebt? Inwiefern verändert die Demokratie ihre Form? Und wie

kann sie sich gegenüber anderen politischen Modellen – wie sie etwa in aufstrebenden Staaten wie China vorherrschen – behaupten? Während viele dieser Fragen noch nicht eindeutig beantwortet werden können, gibt er zumindest an einer anderen Front Entwarnung: „Die internationale Wirtschafts- und Finanzkrise der vergangenen Jahre hat keine strukturelle Gefährdung für unsere Demokratie bedeutet“, ist Nolte überzeugt. Im Gegenteil: Die offene Diskussion über parlamentarische Mitbestimmungsrechte – etwa beim Euro-Rettungsschirm – oder über die Frage, wie viel Zeit sich die Politik für ihre Entscheidungen überhaupt nehmen dürfe, habe die Demokratie langfristig gestärkt.

## Immer noch eine Risikovermeidungsgesellschaft

In anderen Bereichen hätten die Krise und die Diskussion über die Euro-Rettung allerdings negative Folgen gehabt, stellt der Historiker fest: Während gerade die jüngere Generation sich in den vergangenen Jahren verstärkt mit allgemeinen Lebensrisiken wie unsicheren Renten, geringer Arbeitslosenunterstützung oder sozialer Ungleichheit abgefunden habe, sei die Bereitschaft zu privaten Investments an den Finanzmärkten weiter zurückgegangen. „Die Deutschen waren schon immer risikoscheu, besonders wenn es um ihr eigenes Geld geht“, sagt Nolte. Diese Eigenschaft zeige sich nun aber noch deutlicher. Hauptgrund dafür sei, dass viele Bürger sich nicht in der Lage sähen die Risiken zu kalkulieren. Davon zeuge schon die Tatsache, dass viele Menschen einer Gewinnwahrscheinlichkeit von 1 zu 140 Millionen zum Trotz lieber einen Lottoschein ausfüllten als eine Aktie zu kaufen. Dazu komme ein moralisches Problem: „Jeder ökonomische Handel mit der Zukunft wird als Spekulation verurteilt“, stellt Nolte fest. Dabei werde vergessen, dass etwa durch Termingeschäfte an den Gütermärkten mehr ökonomische Sicherheit geschaffen worden sei.

## Risiken als Preis der Freiheit

Eine gewisse Vergesslichkeit attestiert der Zeithistoriker seinen Mitbürgern auch auf anderem Gebiet – etwa wenn sie über hohe Scheidungsraten, Schwierigkeiten des sozialen Aufstiegs oder mehr Verkehrsunfälle klagen. Zwar sei es wahr, dass der gesellschaftliche Wandel in den vergangenen Jahrzehnten zu zahlreichen neuen Risiken geführt habe. „Diesen Risiken steht allerdings ein unglaublicher Freiheitsgewinn entgegen.“ Mit Nachdruck erinnert Nolte daran, dass der Begriff des „Risikos“ in seiner heutigen Verwendung überhaupt erst seit den 1970er Jahren existiere: „Früher haben die Menschen mit Gefahren gelebt, auf die sie keinen Einfluss hatten.“ Heute lebten sie mit Risiken – per Definition „mög-



## **i** Friedrich-Meinecke-Institut

Im Friedrich-Meinecke-Institut der Freien Universität Berlin werden alle Epochen von der griechischen Antike bis zur Zeitgeschichte erforscht. Die Abteilung für Neuere Geschichte legt ihren Schwerpunkt auf die Entwicklung der Demokratie – und betrachtet dabei auch ihre mögliche Gefährdung durch Faktoren wie den wirtschaftlichen Erfolg Chinas oder die internationale Finanzkrise. Außerdem verfolgen die Wissenschaftler aktuelle gesellschaftliche Strömungen, wie etwa den veränderten Umgang der Deutschen mit Risiken.

„Die nächste Krise kommt immer in anderer Form, als man sie erwartet.“

Prof. Dr. Paul Nolte

liche negative Folgen einer bewusst gewählten Handlungsoption“, wie Nolte erläutert. Weil es sowohl für den Einzelnen als auch für die gesamte Gesellschaft immer mehr Handlungsoptionen gebe, nehme die Anzahl der Unvorhersehbarkeiten zu.

Gleichzeitig verbessere sich die Beherrschbarkeit von Risiken. Beispiel Technologie: Im Vergleich zu früheren Zeiten, als selbst der Betrieb einer Eisenbahn Schwierigkeiten bereitet habe, seien heute viel komplexere Gebilde weitgehend beherrschbar. Durch den Einsatz von Experten würden große Risiken minimiert. Jedoch wachse der Wissensabstand zwischen Allgemeinheit und Fachleuten. Darunter leide wiederum die Glaubwürdigkeit der Experten, denn deren Aussagen seien für die meisten Menschen nicht mehr nachvollziehbar. Um dennoch ihr Sicherheitsbedürfnis erfüllen zu können, riefen die Bürger lautstark nach der Politik. Das ist in Noltens Augen der Grund für eine zunehmende Regulierungswut der Gesetzgeber in Berlin und Brüssel. Häufig würden Haftung und Schadensersatz für Ereignisse gesucht, die noch vor einigen Jahrzehnten als allgemeines Lebensrisiko angesehen worden wären – beispielsweise Zugverspätungen oder dreckige Hotelzimmer auf Pauschalreisen.

### Macht die Regulierung die Welt sicherer?

Dass die neuen Regeln, die etwa nach der Finanzkrise eingeführt wurden, der Gesellschaft tatsächlich mehr Sicherheit gebracht haben, bezweifelt Nolte: „Möglicherweise sind wir technisch und operativ besser gerüstet, aber die nächste Krise kommt immer in anderer Form als man es erwartet.“ Die Herausforderung bestehe vielmehr darin, herauszufinden, welche Risiken in Zukunft auftauchen und wie man ihnen begegnen könne. „Das ist die Kunst der Versicherer und Rückversicherer.“ Allerdings müsse man eine klare Trennlinie zwischen „Risiken“ und „Gefahren“ ziehen. Die Klimakatastrophe beispielsweise sei – selbst wenn sie von Menschen mitverursacht wurde – eine Gefahr und kein Risiko. Schließlich könne selbst die Investition riesiger Summen in den Klimaschutz die Erderwärmung höchstens geringfügig abschwächen. Die daraus folgende Konsequenz – ein drastischer Anstieg des Meeresspiegels – sei nicht mehr abzuwenden.

Häufig werde der Begriff „Risiko“ auch mit „Veränderung“ verwechselt. Das gelte unter anderem für den Einsatz neuer Technologien. Insofern seien die Deutschen nicht nur „risikoscheu“, sondern sogar „veränderungsscheu und innovationsmüde“. Im Grunde ist dies der gleiche Vorwurf, den Nolte in seinem Buch „Riskante Moderne“ erhoben hatte: Die Menschen, so sein damaliges Fazit, würden die soziale Hängematte dem sozialen Engagement vorziehen. Seine liberale und fordernde Einstellung wurde Nolte in

der Vergangenheit auch immer wieder negativ ausgelegt - etwa nach einem Interview mit der Süddeutschen Zeitung, in dem er manchen sozial Schwachen einen mangelnden Aufstiegswillen vorwarf. Nolte selbst stammt aus einem sozial engagierten Haushalt. Der Vater war evangelischer Pfarrer, und der Sohn lernte an der Haustür die Schattenseiten der Gesellschaft kennen, wenn Bittsteller klingelten.

Noch heute engagiert sich Nolte für die Kirche – etwa als ehrenamtlicher Präsident der Evangelischen Akademie zu Berlin. Der Historiker hofft, durch sein Engagement auch andere zu Übernahme von Verantwortung und Zukunftsoptimismus motivieren zu können. Obwohl er selten mit seinen Antworten zögert, Thesen präzise formuliert und Informationen auf den Punkt bringt - die Frage nach dem aktuell größten Risiko für unsere Gesellschaft gibt er dem Auskunftssuchenden mit einem Hinweis zurück: „Das Metarisiko unseres Lebens ist, dass wir das größte Risiko nicht benennen können.“

**bte ●**



Foto: XXXXXX

### **i** Zur Person

Prof. Dr. Paul Nolte, Jahrgang 1963, studierte Geschichtswissenschaften und Soziologie in Düsseldorf und Bielefeld, sowie an der Johns Hopkins University in den USA. Zwischen seiner Promotion und Habilitation an der Universität Bielefeld arbeitete er vorübergehend als Gast an der Harvard University und am Wissenschaftskolleg zu Berlin. 2001 folgte er einem Ruf der International University Bremen. Vier Jahre später wechselte Nolte an die Freie Universität Berlin, wo er den Lehrstuhl für Neue Geschichte leitet. Der Gesellschaftskritiker ist unter anderem mit Büchern wie „Riskante Moderne. Die Deutschen und der neue Kapitalismus“ oder „Was ist Demokratie?“ bekannt geworden.

# Intelligentes Investieren abseits der Benchmark

**Zehn Jahre MinRisk-Portfolios.** Bei historischen Niedrigzinsen gewinnen Aktien wieder an Bedeutung. Eine Strategie, die dabei Verlustrisiken schmälert, ohne gleichzeitig Renditeaussichten zu sehr zu beeinträchtigen, ist für sicherheitsorientierte Investoren von zunehmender Bedeutung.

„Wer zu viel wagt, kann viel verlieren“, sagt Thomas Brose, Director Sales & Client Service bei Quoniam Asset Management. Er ist überzeugt, dass es sich nicht lohnt, in Aktien mit hohem Risiko zu investieren. Und das möchte er auch belegen: Vor zehn Jahren stellte Quoniam unter dem Eindruck der Krise in der Telekommunikationsbranche von 2001/2002 für Union Investment einen Aktienfonds auf den Investmentprozess nach dem Quoniam MinRisk® Prinzip um. Ziel des Uninstitutional European MinRisk Equities ist es, den Anlegern ein Aktienportfolio zu bieten, das einerseits Verluste begrenzt und gleichzeitig durch fundamentale Analyse attraktive Renditen liefert.

Dabei macht Quoniam sich die „Low Volatility“-Anomalie zunutze: Wie durch empirische Studien über viele Jahrzehnte bestätigt wurde, erzielen Aktien mit niedrigem Risiko im Durchschnitt

deutlich bessere Ergebnisse als solche mit hoher Volatilität. Hierbei spielt auch die Psychologie der Kapitalmarktteilnehmer eine große Rolle. Die Behavioral-Finance-Forschung hat etwa den „Lottery“-Effekt belegen können – Anleger sehen in Aktien mit hoher Volatilität große Chancen und kaufen diese häufig zu teuer. Auch der Zinseszinsseffekt spielt eine bedeutsame Rolle: Verliert ein Titel mit hoher Volatilität zunächst 50 Prozent, so müssen in der Folgeperiode 100 Prozent Rendite erzielt werden, um den Verlust auszugleichen. Verliert ein Titel mit niedriger Volatilität dagegen nur 25 Prozent und steigt dann in Folge um das Doppelte (50 Prozent), käme im Ergebnis sogar einen Gewinn von 12,5 Prozent heraus.

## Kombination von Minimum-Varianz-Strategie mit aktivem Management

In der Umsetzung lässt Quoniam die sklavische Ausrichtung an Index-Benchmarks hinter sich. Stattdessen setzt das Team auf eine freie Steuerung und aktive Einzeltitelauswahl anhand von Prognosen für das Risiko, die fundamentale Bewertung und die Transaktionskosten. Da dem Risiko von Verlusten ein besonderes Augenmerk gilt, verfolgt Quoniam einen speziellen Ansatz der Risikosteuerung. Dazu setzt die im Frankfurter Westhafen Tower ansässige Investmentboutique ein selbst entwickeltes globales Risikomodell ein. Der Vorteil zeigt sich bei allen der inzwischen drei institutionellen Publikumsfonds, die nach der MinRisk-Strategie von Quoniam gemanagt werden, dem Europa Fonds sowie den beiden 2010 aufgelegten Fonds für Emerging Markets und Global. „Die Risikotreiber können in den einzelnen Regionen ganz unterschiedlich sein“, sagt Thomas Kieselstein, CIO der Quoniam. „Während in den Emerging Markets etwa Länderrisiken oft relevant sind, überwiegen in den entwickelten Volkswirtschaften eher Branchenrisiken.“ Aber auch die fundamentalen Aspekte der einzelnen Aktien spielen eine wichtige Rolle. So sind etwa Small Caps anfälliger für konjunkturelle Risiken, und auch die günstigen „Value“-Aktien können riskant sein, da hier Zykliker sehr stark vertreten sind.

Das von Quoniam eingesetzte Risikomodell unterscheidet sich auch von den häufig verwendeten Zeitreihenmodellen, weil diese nur historische Informationen verwenden. Quoniam analysiert dagegen den Querschnitt der heutigen Marktrisiko- und fundamentalen Daten.

Neben der reinen Risikobetrachtung wird die Attraktivität der einzelnen Titel zusätzlich in einem „Alpha“-Modell analysiert.



## **i** Das Unternehmen

Die Quoniam Asset Management GmbH gilt als einer der Pioniere von quantitativen Investmentstrategien und zählt zu den erfolgreichsten Investmentboutiquen in Deutschland. Die Gesellschaft wurde 1999 gegründet. Seit 2002 ist die Union Asset Management Holding AG Anteilseigner und inzwischen Hauptgesellschafter. Quoniam ist auf die Strategieentwicklung in den Core-Assetklassen europäische, Emerging-Markets- und globale Aktien spezialisiert sowie auf europäische und globale Renten für institutionelle Investoren. Quoniam managt in 121 Mandaten ein Vermögen von 18,7 Milliarden Euro (per Oktober 2013).

Hierzu werden fundamentale Bewertungskennzahlen, Analystenschätzungen und Sentiment-Indikatoren verglichen. Das Anlageuniversum ist sehr breit und umfasst global rund 9.000 Aktien. Täglich werden mehr als 200 Indikatoren ausgewertet.

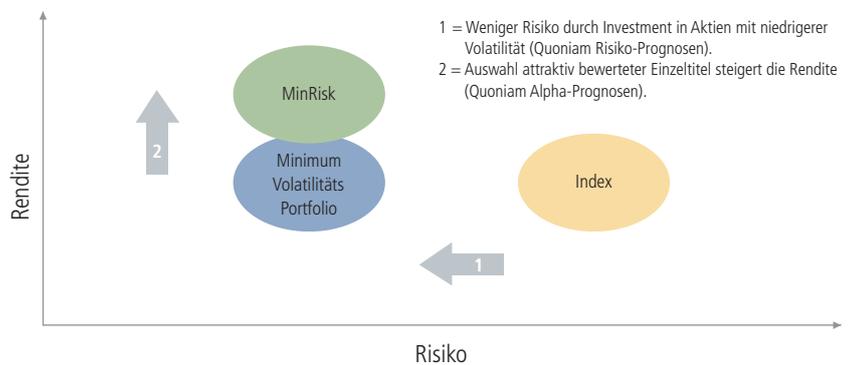
### Vom Modell zum Portfolio

Um ein MinRisk-Portfolio zu erstellen, werden zunächst die Alpha- und Risikoprognosen in einem mathematischen Verfahren gegeneinander abgewogen. Dadurch werden die Gewichtungen der Einzeltitel im Portfolio ermittelt. Dabei steht die Risikodimension im Vordergrund. Es geht darum, ein Portfolio mit möglichst geringer Volatilität und attraktivem Alpha zu erreichen. Bevorzugt werden dabei risikoarme Titel gewählt, die noch günstig bewertet sind, bessere Qualitätsdaten und attraktivere Sentimentwerte bieten. Den Vorzug haben dabei häufig die eher etwas defensiven Titel aus den Branchen Konsum, Telekommunikation und Pharma. Diese weisen in der Regel gegenüber Finanz-, Energie- und Rohstoffaktien ein niedrigeres Risiko auf. „Die niedrigeren Schwankungen haben den Vorteil, dass es in Abwärtsbewegungen weniger verlustreich wird. Auf der Ertragsseite können über die Zeit sogar höhere Erträge erzielt werden als bei den Pendants mit hoher Volatilität“, erklärt Kieselstein. Dies sei eine Folge des Low-Volatility-Effekts. Der Alpha-Anteil im Prozess stellt sicher, dass das Portfolio dabei günstig bewertet bleibt. Die Kombination von Alpha und Risikosteuerung im MinRisk-Ansatz stellt dabei einen besonderen Vorteil im Vergleich zu „passiven“ Low-Volatility-Screenings dar.

### Überlegen in Abwärts- und Seitwärtsmärkten

In der Finanz- und Eurokrise konnte die defensive Portfoliostruktur ihre Stärken unter Beweis stellen. „Als sich praktisch alle Titel stark nach Süden bewegten“, schildert Brose, „schlugen die Verluste beim UniInstitutional European MinRisk Equities deutlich niedriger zu Buche.“ Die Übergewichtung in schwankungsarme Werte hatte sich bewährt. Die Beobachtungen aus anderen Marktphasen sind ebenfalls aufschlussreich: Während ein Min-

### Schematischer Rendite/ Risiko-Vergleich



Quelle: Quoniam Asset Management

Risk-Portfolio naturgemäß bei stark steigenden Kursen weniger stark steigt, entspricht die Entwicklung in Seitwärtsmärkten in etwa einer gleich hohen Performance – aber eben mit deutlich reduzierten Risiken.

Für die drei institutionellen Publikumsfonds, die nach der MinRisk-Strategie von Quoniam gemanagt werden, interessieren sich vor allem risikoaverse Investoren. „Und das sind inzwischen so gut wie alle“, wie Brose beobachtet. Vor allem natürlich Versicherer, Pensionskassen und Banken. Gerade langfristig orientierte Anleger konnten dabei von der MinRisk-Strategie profitieren. So weist der UniInstitutional European MinRisk Equities seit seiner Neuausrichtung im Oktober 2003 bis Ende Oktober 2013 eine Wertentwicklung von 9,1 Prozent pro Jahr auf. Zum Vergleich hat ein „klassischer“ MSCI Europa Index im gleichen Zeitraum einen Wertzuwachs von nur 6,7 Prozent pro Jahr erwirtschaftet. Und das Hauptziel wurde erst recht erreicht: Das Risiko, gemessen an der Volatilität, wurde um ein Drittel reduziert. Beeindruckend sind auch die Ergebnisse in den anderen Regionen. So erzielte etwa der Emerging Markets Fonds bei ähnlicher Risikoreduktion gar eine Outperformance von 6,6 Prozent pro Jahr.

fix ●



Thomas Kieselstein,  
CIO bei Quoniam.



Thomas Brose, Director Sales &  
Client Service bei Quoniam.

### Weniger Volatilität – Mehr Ertrag: Die MinRisk-Publikumsfonds-Portfolios seit ihrer Auflegung im Überblick

	Risiko*	2013	1 Jahr	3 Jahre**	5 Jahre**	Seit Auflage**	AuM Mio €
<b>MinRisk Europe vs. MSCI Europe (Net Return) in €</b>						<b>Okt 2003</b>	<b>1.057</b>
Quoniam	8,5	15,2	17,7	10,0	7,9	9,4	–
Index	12,6	13,1	18,1	9,0	6,8	6,2	–
Differenz	– 32 %	2,1	– 0,4	0,9	1,1	3,2	–
<b>MinRisk Global vs. MSCI AC (DM hedged, Net Return) in €</b>						<b>Feb 2010</b>	<b>1.124</b>
Quoniam	8,4	20,0	22,2	12,1	–	11,4	–
Index	11,7	14,9	18,2	9,9	–	9,4	–
Differenz	– 28 %	5,0	4,1	2,1	–	1,9	–
<b>MinRisk Emerging Markets (Net Return) in €</b>						<b>Mai 2010</b>	<b>2.130</b>
Quoniam	11,2	– 3,3	– 1,1	7,7	–	9,4	–
Index	14,6	– 6,6	– 4,0	0,0	–	1,5	–
Differenz	– 23 %	3,3	2,9	7,8	–	7,8	–

\* Volatilität über 3 Jahre bzw. seit Auflegung

\*\* Performance p.a.

Quelle: Quoniam Asset Management. Stand: September 2013.

## Kolumne

# Volkswirtschaft: Abenomics – eine Zwischenbilanz

**David F. Milleker.** Vor einem knappen Jahr kam Shinzo Abe zurück auf die Bühne der japanischen Politik mit dem Versprechen, die japanische Wirtschaft mit einem revolutionären Programm aus expansiven Fiskalmaßnahmen, expansiver Geldpolitik und Strukturreformen umzukrempeln. Seit seiner Amtseinführung kurz vor Weihnachten 2012 setzte er sein Programm Schritt für Schritt um. Er startete unmittelbar mit einem ambitionierten Konjunkturprogramm höherer öffentlicher Ausgaben. Im April 2013 berief er mit Haruhiko Kuroda die Spitze der Zentralbank neu, die fast unmittelbar anschließend ein höheres Inflationsziel und eine Verdopplung der Zentralbankbilanz verkündete.

Nun sind zehn Monate eher kurz, um über Erfolg oder Misserfolg eines grundlegenden Politikwechsels zu urteilen. Eine Volkswirtschaft umzukrempeln, die seit mehr als zehn Jahren an Deflation leidet und deren Erwerbsbevölkerung jedes Jahr aus demografischen Gründen um mehr als ein Prozent schrumpft, lässt sich nicht über Nacht bewerkstelligen. Wir wollen aber dennoch den Versuch unternehmen. Nicht zuletzt deshalb, weil die japanische Politik ab April 2014 eine erste Kursadjustierung vornimmt. Erstens läuft das ursprüngliche Konjunkturpaket aus, zweitens wird die Mehrwertsteuer von fünf auf acht Prozent angehoben und ein weiteres, aber deutlich kleineres Entlastungspaket für die Unternehmen aufgelegt.

Den Leitgedanken des nach dem japanischen Premierminister benannten und von ihm geprägten Volkswirtschaftskurs „Abenomics“ kann man vielleicht mit der Reanimation nach einem Herzstillstand vergleichen. Mit Hilfe eines Elektroschocks setzt man einen starken Grundimpuls, der das Herz wieder schlagen lässt. Allein weil der Elektroimpuls eine körperliche Reaktion in Form eines Zuckens hervorruft, heißt das aber noch nicht, dass das Herz dann selbstständig weiterschlägt. Übertragen auf den ökonomischen Zustand Japans kann man relativ leicht feststellen, dass nach der öffentlichen Ausgabensteigerung seit Beginn von Abes Amtszeit die Wirtschaftsleistung kräftig zulegen konnte. Der Impuls hat also Wirkung gezeigt. Das sagt aber nichts bis wenig über die Lebensenergie aus, die Japan nach Ablauf des Impulses zeigen wird.

## Ernüchternde Ergebnisse

Wenn wir eine Reihe von anderen Indikationen nehmen, fällt das Urteil wesentlich ernüchternder aus: So hat die Abwertung die Importpreise um 20 Prozent steigen lassen, die Kerninflationsrate ist dadurch aber gerade mal um 0,75 Prozentpunkte auf null Prozent geklettert. Die mittelfristigen Inflationserwartungen der Verbraucher blieben unverändert. Die Nominallohne (inklusive Sonderzahlungen) stagnieren weiter, während die Grundgehälter sinken. Die Produktions-



David F. Milleker,  
Chefvolkswirt bei  
Union Investment.

kapazitäten in der Industrie sind weiter rückläufig. Das Neukreditgeschäft hat sich ebenfalls nicht beschleunigt. Zusammengefasst: Die japanische Wirtschaft sendet jenseits einer unmittelbaren Reaktion auf die Fiskalpolitik keine zusätzlichen Lebenszeichen. Mit der Trendwende in der Fiskalpolitik ab dem kommenden Jahr und einem nach wie vor nicht grundlegend veränderten Gesundheitszustand ist aber auch klar, wohin Abenomics als Nächstes steuert: Über eine noch mal aggressivere Zentralbankpolitik soll der Außenwert des Yen weiter geschwächt werden.

Die zentralen Fragen mit Blick auf Abenomics waren immer: Ist es überhaupt möglich, mit expansiven Makro-Impulsen eine rapide alternde Gesellschaft zu einem Wachstumsvorreiter zu machen? Und falls ja, trägt dann auch der politische Wille dazu lange genug? Eine positive Antwort kann leider auf beides nicht gegeben werden.



Seit Jahren befindet sich die japanische Wirtschaft im Niedrigzins. Premierminister Abe versucht seit Monaten durch massive Anleihenkäufe und eine Politik des billigen Geldes, die Wirtschaft aus der Krise zu holen. Dieses volkswirtschaftliche Experiment trägt bereits den Namen des Premiers: Abenomics.

## Kolumne

## EM-Bonds: Jetzt nicht aus der Puste kommen!

Frank Ehrich. Wären die Emerging Markets ein Spitzensportler, hätte dessen schwankende Leistung zuletzt auch dem treuesten Fan viel abverlangt. Bei dem jahrzehntelangen Outperformer sind die Währungen eingebrochen, die Bond-Renditen nach oben geschneit und die Wachstumszahlen eingeknickt. Viele Investoren haben der Anlageregion nach der Ankündigung der US-Notenbank Fed im Mai dieses Jahres, ihre Anleihekäufe zu drosseln, den Rücken gekehrt. Dabei ist die jüngste Marktschwäche keine Systemkrise. Fundamental können sich die meisten Emittenten sehen lassen. Mit Rückenwind von der Weltkonjunktur könnte die Attraktivität wieder deutlich steigen – auch für Bond-Investoren. Nur eines ist die Anlageregion nicht: ein Selbstläufer.

Nach einem ertragreichen Jahr 2012 haben auch Anleihen aus den Emerging Markets in den letzten Monaten herbe Verluste eingefahren. Die Renditen in allen Segmenten, also bei Staatsanleihen in Hart- und Lokalwährung sowie bei Unternehmensanleihen, sind seit Mitte Mai gestiegen, als die Fed erstmals von einer möglichen Drosselung (Tapering) der monatlichen US-Staatsanleihekäufe gesprochen hat. Vor allem bei Ländern mit Leistungsbilanzdefizit – wie Brasilien, Indonesien oder der Türkei – reagierten die Währungs- und Rentenmärkte empfindlich. Den Druck verstärkt haben neben der Furcht vor einer Zinswende drei weitere Faktoren. Erstens machte die Krise in der Eurozone vielen Schwellenländern zu schaffen, weil insbesondere Westeuropa als Endnachfrager tief in den internationalen Wertschöpfungsketten integriert ist. Zweitens belastete die nachlassende Konjunktur in China, vor allem wegen der stark gesunkenen Rohstoffnachfrage. Und drittens kamen zu den ökonomischen Problemen oft noch politische und gesellschaftliche Konflikte, die heftige Proteste auslösten wie den Sturz des Präsidenten Mohammed Mursi in Ägypten oder die Unruhen in der Türkei rund um die Bebauung des Istanbul Gezi-Parks.

**Luft nach oben**

Die Mittelabflüsse aus Anleihen in den Emerging Markets, in die 2012 noch so viel Investorengeld geflossen war wie nie zuvor, belaufen sich seit Mai auf etwa 20 Milliarden Euro. Dabei könnte gerade in den großen Schwellenländern mit Leistungsbilanzdefizit wie Brasilien und Indien die Kapitalflucht auch noch weitergehen. Die Staaten sind eine Antwort schuldig geblieben, wie sie mit dem Schock niedrigerer US-Zinsen umgehen wollen. Allerdings stehen in diesen Ländern im nächsten Jahr auch Wahlen an – und im Wahlkampf werden Reformen bekanntlich gern aufgeschoben. Mexiko, wo vor einem Jahr ein neuer Präsident gewählt wurde, ist da schon weiter: Die Öff-



Santos in Brasilien ist Südamerikas wichtigster Hafen. Er ist Zeichen für die wachsende wirtschaftliche Kraft dieser aufstrebenden Volkswirtschaft. Zeitweise hatten Anleger nach der Tapering-Ankündigung der Fed Brasilien und anderen Emerging Markets den Rücken gekehrt.

nung des Ölsektors für internationale Investoren ist auf den Weg gebracht, ebenso eine Reihe wichtiger Bildungs- und Steuerreformen. Im Schnitt liegt die Verschuldung der Schwellenländer unter 40 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP), die Haushaltsdefizite der Länder für das aktuelle Fiskaljahr unter zwei Prozent des BIP. Damit erfüllt die Region die gleichen Maßstäbe, die an die Mitglieder der Europäischen Union gestellt werden, die sogenannten Maastricht-Kriterien. Ein wesentlicher Unterschied zur Eurozone: das Wachstum. Während die BIP-Veränderung in der Eurozone im Jahr 2013 nach unseren Prognosen noch rückläufig (minus 0,2 Prozent) gewesen sein dürfte, rechnen wir bei den Emerging Markets mit einem Plus von 4,5 Prozent. Im nächsten Jahr dürfte sich die Wachstumsrate sogar noch leicht erhöhen, allein für die chinesische Volkswirtschaft erwarten wir einen Zuwachs beim BIP von 8,4 Prozent. Dazu kommt: Die Wachstumsraten liegen bei einigen Staaten der Region weiter unterhalb des Potenzialwachstums. Es ist also noch Luft nach oben.

**Selektion wird wichtiger**

Luft nach oben haben auch die Kurse. Nach dem Anstieg der Spreads in den letzten Monaten ist die Assetklasse wieder vergleichsweise günstig bewertet. Auch weil seit der Ankündigung der Fed im September, die Stützungsmaßnahmen am US-Anleihemarkt in vollem Umfang fortzusetzen, schon wieder mehr Appetit auf Schwellenländeranlagen besteht. Ein Einstieg lohnt sich, wenn auch nicht überall. An manchen Stellen zahlen Investoren schon jetzt zu viel. Differenzierung ist in den letzten Monaten noch

wichtiger geworden. Da das Neuemissionsvolumen aber sehr solide ist, gibt es reichlich Auswahl, gerade bei Unternehmensanleihen. Auch die Nachfrage ist gut. Vor allem kurzlaufende Anleihen qualitativ hochwertiger Emittenten waren zuletzt deutlich überzeichnet. Dass so viele Unternehmen am Primärmarkt auftreten, ist ohnehin ein gutes Zeichen, denn: Refinanzierung heißt auch Investition, und das heißt, dass die Firmen wachsen und optimistisch in die Zukunft blicken. Bei den von uns favorisierten Unternehmen in den Schwellenländern ist außerdem die Nettoverschuldung teils geringer als die vergleichbarer US-Konzerne. Auch die Ausfallraten der Unternehmen sollten niedrig bleiben.

Kurz: In den nächsten drei bis fünf Jahren sollten Schwellenländeranleihen im Durchschnitt höhere Renditen abwerfen als Anleihen aus entwickelten Ländern. Die jüngste Marktschwäche ist eher ein Leistungstief als eine Systemkrise. Allerdings wird die Selektion wieder eine stärkere Rolle für den Anlageerfolg spielen. Bei sinkender Verfügbarkeit des internationalen Kapitals rückt die Entwicklung der Fundamentaldaten in den Vordergrund des Risikomanagements.



Frank Ehrich, Leiter Emerging Market Fixed Income bei Union Investment.

# Marktbarometer: Konjunkturmotor stottert

Sowohl in den USA als auch in der Eurozone und den Schwellenländern hat sich der konjunkturelle Pulsschlag verlangsamt. Auffällig bleibt außerdem die Divergenz zwischen den Developed und den Emerging Markets.

Nach einer Phase der Stabilisierung sind in den Schwellenländern die Makrodaten – gemessen an den Prognosen der Volkswirte – zuletzt erneut überwiegend schwächer ausgefallen. Gleichzeitig tendieren die Frühindikatoren in den Industrienationen überwiegend seitwärts. Fasst man die Ergebnisse zusammen, so bleibt die Weltwirtschaft insgesamt auf Wachstumskurs, trotz der jüngsten Tempoverlangsamung.

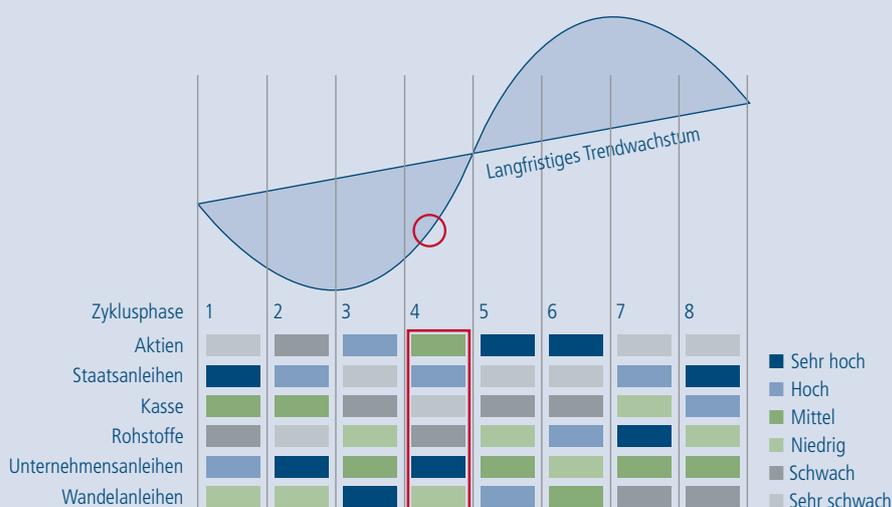
## Fragezeichen hinter China

In der China ist das Wachstumsmodell bislang stark abhängig vom Export und der Investitionstätigkeit. Die Führung in Peking hat erkannt, dass die Volksrepublik für ihren Aufholprozess weitere Stützpfiler benötigt. Auf dem Dritten Plenum des 11. Zentralkomitees legte die neue Führung um Präsident Xi Jinping ihren Plan vor, wie das Reich der Mitte künftig seine Wachstumsbasis verbreitern will. Demnach setzt die Kommunistische Partei auf mehr Markt und mehr Konsum. Durch teilweise Abschöpfung der Gewinne von Staatsunternehmen sollen die Mittel für den Aufbau eines Sozialsystems generiert werden. Die Maßnahme zielt auf eine Absenkung der hohen chinesischen Sparquote – die oft begründet ist in der Absicherung vor Alter, Krankheit und Arbeitslosigkeit. Geht das Vorhaben auf, befindet sich China auf dem Weg von einer (volatilen) investitions- zu einer (stabilen) konsumgetriebenen Volkswirtschaft. Das Wachstum dürfte dabei in den kommenden Jahren zugleich niedriger und nachhaltiger ausfallen.

## Eurozone auf dem Weg aus der Krise

In der Eurozone zeigte sich derweil erneut, wie lang und steinig der Weg aus der Krise ist. Dennoch: Die Fortschritte sind unübersehbar. Im dritten Quartal 2013 hat die Währungsunion abermals ein – wenn auch geringes – Wirtschaftswachstum erzielen können. Gegenüber dem Vorquartal legte das Brutto-Inlandsprodukt (BIP) um 0,1 Prozent zu. Deutschland zeigte sich mit einem Anstieg von 0,3 Prozent erneut als Konjunkturlokomotive. Vor allem die Binnennachfrage war für positive Impulse verantwortlich, während die Importe schneller stie-

Relative Attraktivität der Assetklassen in den Zyklusphasen



gen als die Exporte. Zuletzt war Deutschland vermehrt wegen seiner hohen Außenhandelsüberschüsse kritisiert worden. Auch Portugal, Spanien und die Niederlande meldeten Wachstum. Hingegen ging das BIP in Frankreich und Italien um jeweils 0,1 Prozent zurück. Zudem gab Irland seinen Ausstieg aus den europäischen Rettungsprogrammen bekannt. Damit ist der Inselstaat das erste unter den seit 2010 in Schieflage geratenen Ländern, das nicht mehr auf Unterstützung seiner Partner angewiesen ist. Grundlage dafür war ein harter Sparkurs der Regierung in Dublin sowie die Erzielung eines Überschusses im Außenhandel. Zudem will auch Spanien, das bei der Sanierung seiner Banken europäische Hilfe bekommen hatte, aus den Programmen aussteigen.

Der Blick auf die Frühindikatoren zeigt unterdessen, dass der Aufschwung in Europa nach wie vor kein Selbstläufer ist. So verlor der vorläufige Gesamteinkaufsmanagerindex (Composite) für die Eurozone etwa im November etwas an Boden, blieb aber mit 51,5 Punkten über der Expansionschwelle. Der Teilindex für das verarbeitende Ge-

werbe konnte sogar zulegen, während das Barometer für den Dienstleistungssektor spürbar nachgab. Insgesamt ist die Konjunktur auf dem „alten Kontinent“ auf einem gutem Weg, aber noch nicht in von großer Robustheit geprägt. In Verbindung mit den niedrigen Inflationszahlen für Oktober – die Verbraucherpreise kletterten lediglich um 0,7 Prozent – reagierte die Europäische Zentralbank (EZB) zuletzt darauf mit einer erneuten Senkung des Leitzinses auf das neue Rekordtief von 0,25 Prozent.

## USA unter dem Eindruck des „Shutdown“

In den USA hat der Aufschwung ebenfalls einen Dämpfer erhalten. Vor allem die Sentiment-Indikatoren gaben vor dem Hintergrund des Budgetstreits zwischen Demokraten und Republikanern nach. Das Forschungsinstitut Conference Board sowie die Universität Michigan ermittelten im Oktober einen Rückgang der Konsumentenstimmung. Zudem verschlechterte sich die Mehrzahl der regionalen Frühindikatoren. Besser fiel das Bild hingegen bei den „harten Daten“ aus. So entstanden im

**ULI: Union Investment Frühindikator wieder über der Nulllinie**



Quelle: Union Investment. Stand: 21. November 2013.

Oktober in der Privatwirtschaft (ohne Agrarsektor) 204.000 neue Jobs – deutlich mehr als von den Analysten erwartet. Außerdem wurden die Vormonate nach oben revidiert. Daran wird deutlich, dass der Aufschwung in den USA mittlerweile eine gewisse Stabilität erreicht hat, auch wenn sich das Konjunkturmomentum zuletzt verringert hat.

Dies signalisiert auch unser Union Frühindikator (ULI), der in den vergangenen Wochen erneut gesunken ist. Zuletzt wurde gar die Nulllinie, die durchschnittliche Zunahme der Wirtschaftsaktivität signalisiert, unterschritten. Damit lässt der ULI derzeit zwar nach wie vor auf eine Fortsetzung des US-Wachstumspfades schließen, allerdings mit deutlich verringerter Kraft.

**Asset Allocation**

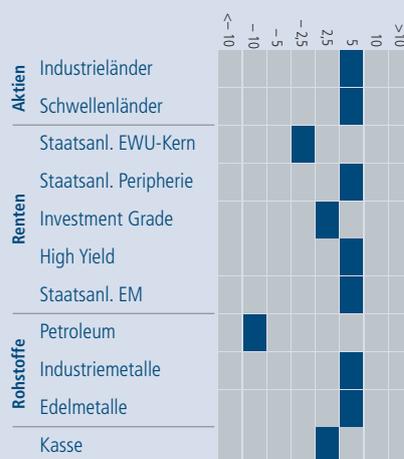
Die Rückgänge beim ULI haben im Oktober zu einem Wechsel in unserem Konjunkturphasenmodell geführt. Überträgt man die Ergebnisse des Frühindikators auf den Zyklusnavigator, so befinden wir uns nunmehr in Phase 4. Historisch schnitten in diesem Stadium – bei relativ geringen Attraktivitätsunter-

schieden – vor allem Unternehmens- und Staatsanleihen sowie Aktien und Wandelanleihen gut ab.

In den vergangenen Monaten konnten sowohl Aktien- als auch Rentenmärkte eine sehr positive Entwicklung vorweisen. Nahezu alle Ereignis-Risiken – von Tapering über den US-Budgetstreit bis zur Regierungskrise in Rom und dem Konflikt um Syrien – sind für die Märkte glimpflich verlaufen. Zudem bleibt die Geldpolitik auf globaler Ebene expansiv, wie die jüngste Leitzinssenkung der EZB erneut unter Beweis gestellt hat. Vor dem Hintergrund der moderateren US-Konjunkturzahlen ist ein Tapering seitens der Fed für das Jahr 2013 wenig wahrscheinlich. Wir rechnen mit dem Beginn der Rückführung der Anleihekäufe im Frühjahr 2014. Diese Kombination aus positivem (wenn auch zaghaftem) Wirtschaftswachstum und lockerer Geldpolitik dürfte unterstützend auf chancenorientierte Anlagen wirken. Dennoch: Ohne Risiken ist die aktuelle Lage nicht. Neben dem zum Jahresanfang 2014 auf Wiedervorlage liegendem US-Fiskalstreit bleibt auch die europäische Schuldenkrise weiterhin ein latenter Störfaktor.

**Asset Allocation**

Performance-Prognosen in % (bis Ende 2014)



**Hinweis:** Die oben abgebildeten Grafik beschreibt unsere reine Performance-Erwartungen in Bezug auf die jeweilige Anlageklasse (Stand: 15.11.2013) mit einem Zeithorizont bis zum Jahresende. Risiko- oder Portfoliogesichtspunkte in einem Multi-Asset-Kontext werden nicht in die Darstellung mit einbezogen. Eine umfassende Attraktivitäts-Hierarchie ist daher aus der Darstellung nicht ableitbar.

Vor diesem Hintergrund behalten wir unsere moderat-offensive Positionierung aus dem Vormonat bei. Bei den risikobehafteten Anlagen setzen wir nach wie vor auf Aktien, insbesondere aus den Industrienationen. Auf der Rentenseite bevorzugen wir die Carry-Segmente (wie High-Yield-Unternehmensanleihen oder Staatstiteln aus der Euro-Peripherie) gegenüber Staatsanleihen aus den Kernländern. Im Rohstoffbereich fehlt unserer Einschätzung nach weiter die konjunkturelle Unterfütterung für nachhaltige Kursanstiege.

# Anlegerversammlung: Basel III ante Portas

**Institutionelle Fonds.** Vor dem Hintergrund von Niedrigzinsen und zunehmender Regulierung informierte Union Investment gemeinsam mit der DZ BANK bei den diesjährigen Anlegerversammlungen in Frankfurt, Stuttgart, Hildesheim und München über Chancen und Risiken in der Kapitalanlage.

Leitzinsen von inzwischen nur noch 0,25 Prozent setzen institutionelle Anleger weiterhin unter Renditedruck. Dabei werden auskömmliche Erträge angesichts der zunehmenden Regulierungsbestrebungen immer schwieriger zu erzielen sein. Union Investment Vorstandsmitglied, Alexander Schindler, sagte zur Begrüßung der zentralen Anlegerversammlung in Frankfurt: „Das Risiko ohne Rendite zwingt uns, immer mehr zu diversifizieren, um überhaupt noch notwendigen Risikoprämien zu erzielen.“ Der anspruchsvollen Situation der Märkte zum Trotz haben sich die Assets under Management (AuM) von Union Investment (Stand 30. September 2013) auf Jahres-sicht sehr gut entwickelt, wie Schindler unterstrich. Mit 202 Milliarden Euro AuM wurde die 200-Milliardenmarke geknackt. 111 Milliarden Euro davon werden im institutionellen Segment verwaltet, wobei die Spezialfonds mit 53,8 Milliarden Euro die tragende Säule des institutionellen Geschäfts darstellen.

## Regulierung: Die Auswirkungen von Basel III auf Fondskonzepte

Am 1. Januar 2014 wird Basel III in Kraft treten. Leif Schönstedt beschäftigt sich als Leiter Vertriebsunterstützung Risikomanagement und Aufsichtsrecht bei Union Investment seit Jahren intensiv mit der Thematik. Er informierte die Teilnehmer der Anlegerversammlung in Frankfurt über den aktuellen Stand der Basel-III-Im-



Institutionelle Investoren informierten sich bei den Anlegerversammlungen 2013 über Chancen und Risiken in der Kapitalanlage.

plicationen und über die Maßnahmen, die Union Investment diesbezüglich in der Fondsverwaltung ergreifen wird. Die gute Nachricht nannte Schönstedt zu Beginn: „Auch unter Basel III werden die Fonds von Union Investment nutzbare Vorteile bieten.“ Basel III bedeutet aber auf jeden Fall für alle Mehraufwand. Union Investment werde jedoch seine institutionellen Anleger durch die Lieferung der relevanten Kennzahlen für die Meldung und zur Risikoermittlung und Risiko-tragfähigkeit entlasten. Für die vollständige Aufarbeitung Für die vollständige Aufarbeitung der Basel III- und MaRisk-Themen liefert Union Investment den Banken alle notwendigen Werkzeuge, um die individuelle Fondsbuchsteuerung zu unterstützen und die neuen Meldebögen einfach auszufüllen. Fonds sind unter der Neuregelung ab 2014 aufsichtsrechtlich zu konsolidieren, eine für die Banken verwertbare und automatisierte Datenanbindung wird neben dem klassischen Reporting unumgänglich. Daher wird Union Investment den Rechenzentralen über GENOSAVE ein mit den Prüfungsverbänden abgestimmtes Datenformat übermitteln. Nach allem was bisher zur Umsetzung von Basel III bekannt ist, riet Schönstedt den Teilnehmern diversifi-

zierte Fonds zur Entlastung der immer enger werden-den Risikobudgets einzusetzen, „nutzbare Korrelati-onseffekte zwischen den Asset-Klassen bieten dabei eine ausgezeichnete Möglichkeit.“ Für die vollständige Aufarbeitung der Basel III- und MaRisk-Themen liefert Union Investment den Banken alle notwendigen Werk-zeuge, um die individuelle Fondsbuchsteuerung zu un-terstützen und die neuen Meldebögen einfach auszu-füllen. Fonds sind unter der Neuregelung ab 2014 aufsichtsrechtlich zu konsolidieren, eine für die Banken verwertbare und automatisierte Datenanbindung wird neben dem klassischen Reporting unumgänglich.

Daher wird Union Investment den Rechenzentra-len über GENOSAVE ein mit den Prüfungsverbänden abgestimmtes Datenformat übermitteln. Nach allem was bisher zur Umsetzung von Basel III bekannt ist, riet Schönstedt den Teilnehmern diversifizierte Fonds zur Entlastung der immer enger werdenden Risiko-budgets einzusetzen, „nutzbare Korrelationseffekte zwischen den Assetklassen bieten dabei eine ausge-zeichnete Möglichkeit.“ Er wies dabei auf das inzwi-schen gute Gesprächsklima mit der Banken- und Wert-papieraufsicht hin, „die lassen mit sich reden.“ **fix** ●

## Mobiles Web

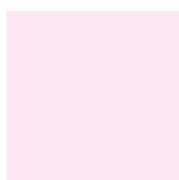
**Multi-Channel Kiosk.** Seit Anfang Dezember steht der neue Multi-Channel Kiosk von Union Investment Institutional Smartphone- und Tablet-PC-Nutzern auf Apple und Android zur Verfügung. Dort lassen sich der Rückblick auf die Risikomanagement-Konferenz, die Investment Professionell sowie aktuelle Studien und Jahrbücher für das jeweilige Endgerät optimiert lesen. **fix** ●

### Zugang zum Kiosk

Der Multi-Channel Kiosk ist erreichbar im



Apple App Store



Google Play Store

## Acemoglu und Derman kommen

**Risikomanagement-Konferenz.** Am 5. November 2014 findet die 9. Risikomanagement-Konferenz von Union Investment wieder in der Rheingoldhalle in Mainz statt. Als Hauptredner haben bereits Prof. Daron Acemoglu und Prof. Emanuel Derman zugesagt. Acemoglu ist Professor für angewandte Ökonomik am Massachusetts Institute of Technology (MIT) und gehört zu den zehn meist zitierten Wirtschafts-wissenschaftlern der Welt. In seinem zusammen mit James A. Robinson geschriebenen aktuellen Buch „Warum Nationen scheitern“ („Why nations fail“) erklärt Acemoglu die Wichtigkeit von politischen und ökonomischen Institutionen und deren Einfluss auf den Wohlstand der Nationen. Anhand der Ergebnisse lassen sich auch Prognosen für die wirtschaftliche Zukunft Europas oder Chinas ableiten.

Derman, von Hause aus Physiker, der auf dem Ge-biet der theoretischen Teilchenphysik promovierte, ist



Prof. Daron Acemoglu (links) und Prof. Emanuel Derman haben für die 9. Risikomanagement-Konferenz zugesagt.

Professor für Financial Engineering an der Columbia Universität New York und u.a. bekannt durch seine regelmäßige Kolumne in der FAZ. Derman warnt vor unkritischen Umgang mit finanzmathematischen Mo-dellen, die im Gegensatz zu Modellen in der Naturwis-senschaft nie exakt, sondern allenfalls Analogien dar-stellen. Aktuelles Buch: „Models.Behaving.Badly.“ **tra** ●

# Klimawende in Europa

**High Level Conference.** Europa steht vor großen Herausforderungen, Ziel ist es bis 2020 eine wettbewerbsfähige, klimaschonende Wirtschaftsstruktur zu schaffen. Für die langfristige Finanzierung wird entsprechende Rechtssicherheit dringend gebraucht. Anfang Oktober trafen sich in Brüssel EU-Politiker mit Vorständen aus der Finanzbranche, um über Lösungsmöglichkeiten zu diskutieren. Auch Alexander Schindler, Vorstandsmitglied von Union Investment, war der Einladung gefolgt und beteiligte sich an einer hochkarätig besetzten Podiumsdiskussion, welche Schritte zur Finanzierung der Klimawende in Europa notwendig sind. **fix ●**



Alexander Schindler (links) diskutierte mit Politikern und Führungskräften aus der Finanzbranche in Brüssel.

# Zwei Tage der Erneuerbare Energien

**Investorentag.** In Deutschland haben Windkraft- und Solaranlagen 2012 zusammen knapp 74 Milliarden Kilowattstunden Strom ins Netz eingespeist, fast 18 Prozent mehr als im Jahr zuvor. Mit einem weiteren Wachstum der „Renewables“ wird europaweit gerechnet. Wie können institutionelle Anleger von diesem Trend profitieren und wo liegen die Herausforderungen? Hierzu veranstaltet Union Investment am 23. und 24. Januar 2014 in

Hamburg einen Investoren Tag Erneuerbare Energien. Am 23. Januar bietet sich die Gelegenheit, die Windenergie- und Photovoltaikanlage „Energieberg Georgswerder“ in Hamburg Wilhelmsburg in Augenschein zu nehmen. Am Folgetag stehen mehrere Vorträge von Branchenkennern, Kapitalmarktexperten, Marktteilnehmern sowie Experten von Union Investment auf dem Programm. **fix ●**

# Jesch und Vargas beim IM-Kongress Union Investment unterwegs

**Branchentreffen.** Institutionelle Investoren und Vertreter der Finanzbranche treffen sich am 25. und 26. Februar 2014 in Frankfurt am Main zum 7. Institutional Money Kongress 2014. Neben Hauptrednern wie dem Wirtschaftsnobelpreisträger Prof. Lars Peter Hansen und dem ehemaligen EZB Chefökonom Prof. Jürgen Stark werden auch zwei Experten von Union Investment zu den Referenten der Veranstaltung zählen: Björn Jesch, Leiter Portfoliomanagement, und Dr. Mauricio Vargas, Volkswirt bei Union Investment.

Jesch wird unter dem Titel „Where ist he Beef?“ über Herausforderungen und Investmentchancen im Jahr 2014 sprechen. Vargas wird das neue Länderrating-Modell von Union Investment vorstellen und Einblicke in Methodik, Anwendung und Ergebnisse geben. **fix ●**



Station der International Roadshow ist: Bozen in Italien.

**International Roadshow und Frühjahrstour.** Gleich zu Beginn des neuen Jahres startet Union Investment seine International Roadshow. Experten aus dem Portfoliomanagement informieren dabei institutionelle Investoren im benachbarten Ausland über die Entwicklungen auf den Kapitalmärkten und Lösungsperspektiven im Asset Management. Zwischen 17. Januar und 22. Mai 2014 sind dabei Zürich, Helsinki, Kopenhagen, Oslo, Stockholm und Bozen Ziele der Roadshow.

Vom 11. Bis 27. März geht Union Investment außerdem zum zehnten Mal auf Frühjahrstour zu den institutionellen Investoren in acht deutschen Städten. Auch hierbei geben Volkswirte von Union Investment einen Ausblick auf die Märkte im Jahr 2014 und Portfolio Manager stellen Anlagekonzepte für das anspruchsvolle Umfeld an den Finanzmärkten vor. **fix ●**

## Impressum

**Herausgeber** Union Investment Institutional GmbH  
Wiesenhüttenstraße 10  
60329 Frankfurt am Main  
Telefon: 069 2567-3182, Fax: 069 2567-1616  
E-Mail: [institutional@union-investment.de](mailto:institutional@union-investment.de)  
Internet: [www.union-investment.de/institutional](http://www.union-investment.de/institutional)

**Chefredaktion** Thomas Raffel,  
Union Investment (V.i.S.d.P.)  
E-Mail: [investmentprofessionell@union-investment.de](mailto:investmentprofessionell@union-investment.de)

**Redaktion/Layout/Grafik**  
Profilwerkstatt GmbH, Darmstadt

**Autoren** Nele Husmann (nhu), Kirsten Kücherer (kkü), Thomas Raffel (tra), Felix Schütze (fix), Dirk Stauer (dst), Michael Sticka (mst), Birga Teske (bte), Tanja Zimmermann (tzi)

**Druck** Malich GmbH, Frankfurt

**Allgemeine Hinweise** Ausführliche produktspezifische Informationen und Hinweise zu Chancen und Risiken der Fonds entnehmen Sie bitte den aktuellen Verkaufsprospekten, den Vertragsbedingungen, den wesentlichen Anlegerinformationen sowie den Jahres- und Halbjahresberichten, die Sie kostenlos in deutscher Sprache über den Kundenservice der Union Investment Institutional GmbH erhalten. Diese Dokumente bilden die allein verbindliche Grundlage für den Kauf der Fonds. Alle weiteren Informationen in diesem Werbematerial stammen aus eigenen oder öffentlich zugänglichen Quellen, die für zuverlässig gehalten werden. Für deren Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit steht der Verfasser nicht ein. Eigene Darstellungen und Erläuterungen beruhen auf der jeweiligen Einschätzung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern kann. Die Inhalte dieses Dokuments stellen keine Handlungsempfehlung dar, sie ersetzen weder die individuelle Anlageberatung durch die Bank noch die individuelle, qualifizierte Steuerberatung. Dieses Dokument wurde von der Union Investment Institutional GmbH mit Sorgfalt entworfen und hergestellt, dennoch übernimmt Union Investment keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit. Union Investment übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder der Verwendung dieses Dokuments oder seiner Inhalte entstehen. Die Grafiken oder Angaben von Wertentwicklungen versanschaulichen die Wertentwicklung in der Vergangenheit. Der zukünftige Anteilwert kann sowohl niedriger als auch höher ausfallen. Die Darstellung der Wertentwicklungszeiträume entspricht den BVI-WVR-Standards. Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen: 20. September 2013, soweit nicht anders angegeben.



Das für diese Publikation verwendete Papier hat ein Nachhaltigkeitszertifikat.



## Weitere Infos

Weitere Informationen zum Institutional Money Kongress 2014 gibt es im Internet unter [www.institutional-money.com](http://www.institutional-money.com)

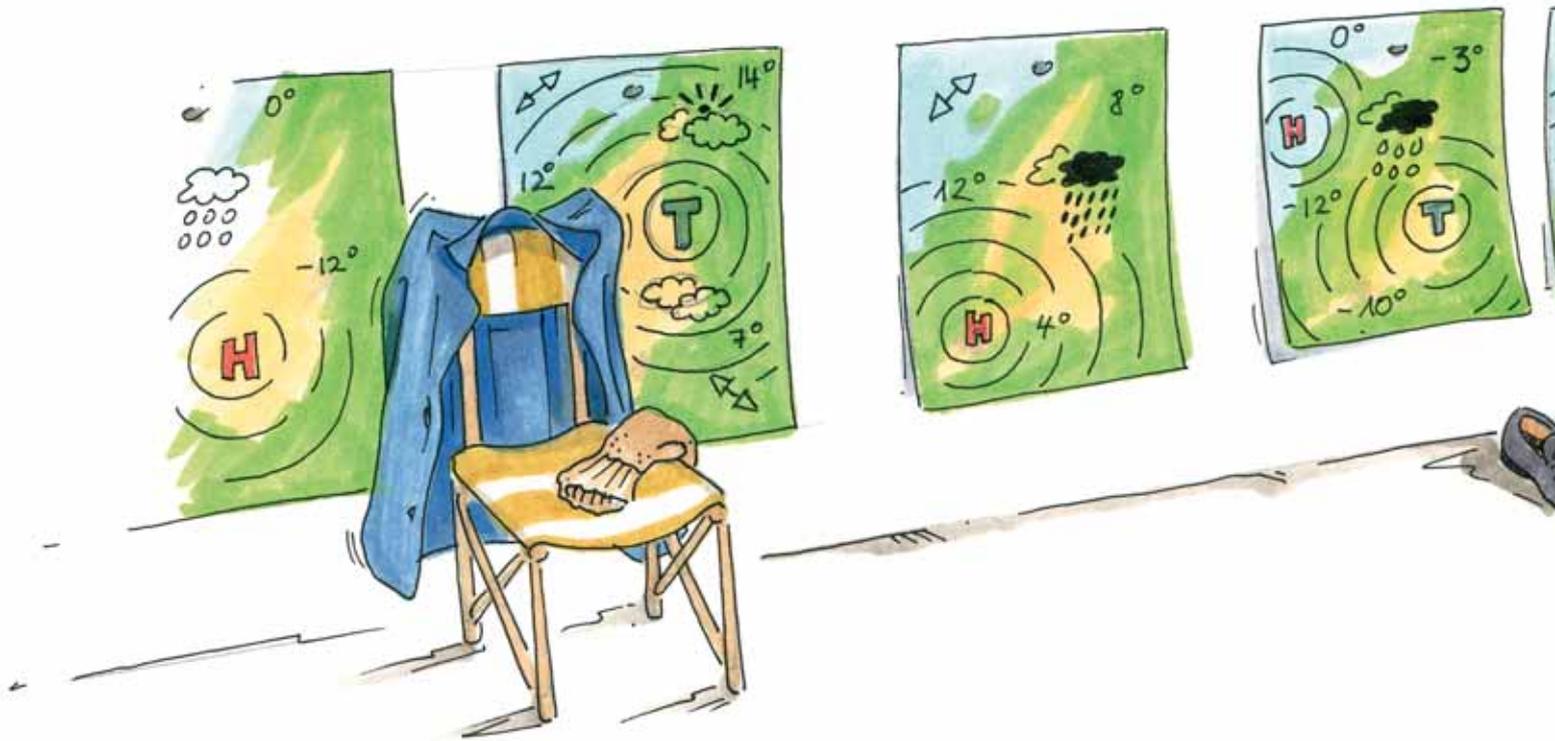


Illustration: Monika Steidl