



Portfolio Management nach der Krise: No risk - more fun?

3. Stuttgarter Forecast Forum, 20. April 2010
Dr. Klaus Wiener



GENERALI
Investments

- I. Internationale Finanzkrise – Aktueller Stand**
- II. Internationale Finanzkrise – Konjunktureller Ausblick**
- III. Internationale Finanzkrise – Überschussliquidität**
- IV. No Risk – More Fun?**
- V. Das Ende von Buy-and-Hold**

I. Internationale Finanzkrise – Aktueller Stand

Der Misserfolg hatte viele Väter...

▶ **Laxe Kreditvergabep Praxis der US-Hypothekenfinanzierer**

▶ **Internationales Niedrigzinsumfeld**

▶ **„Qualität“ der Ratings von strukturierten Produkten**

▶ **Exzessive Hebel im Bankensektor**

▶ **Expansive Geldpolitik und Überschussliquidität**

▶ **Dramatischer Rückgang der Immobilienpreise**

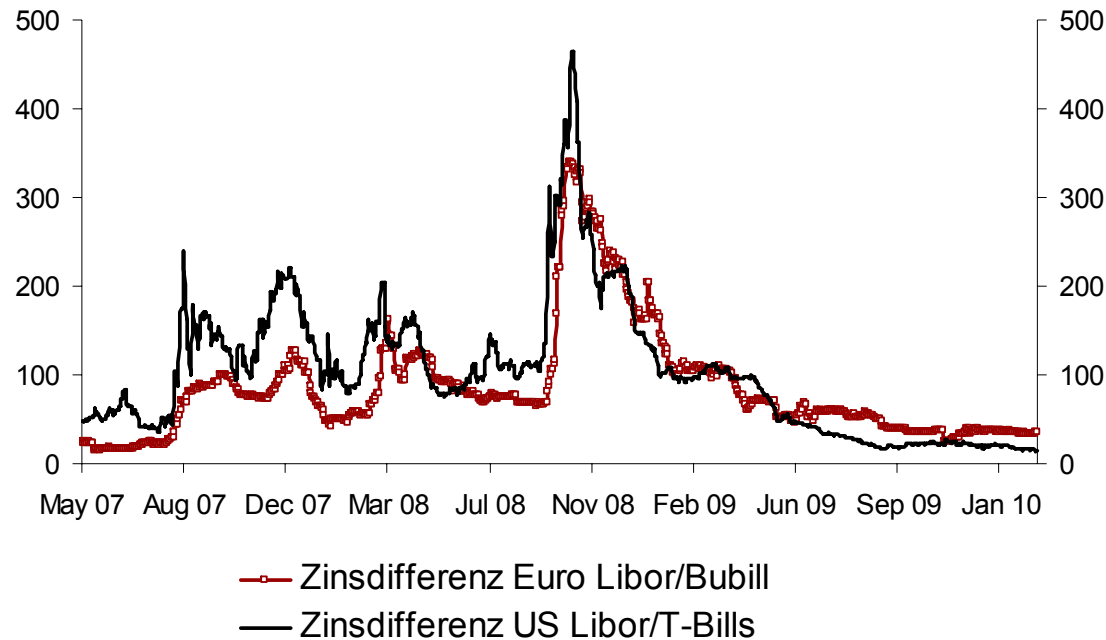
▶ **Konkurs von Lehman Brothers und Vertrauenskrise**

I. Internationale Finanzkrise – Aktueller Stand

Deutliche Verringerung der systemischen Finanzmarktrisiken

Entspannung auf den Geldmärkten

3-Monate, in Bps

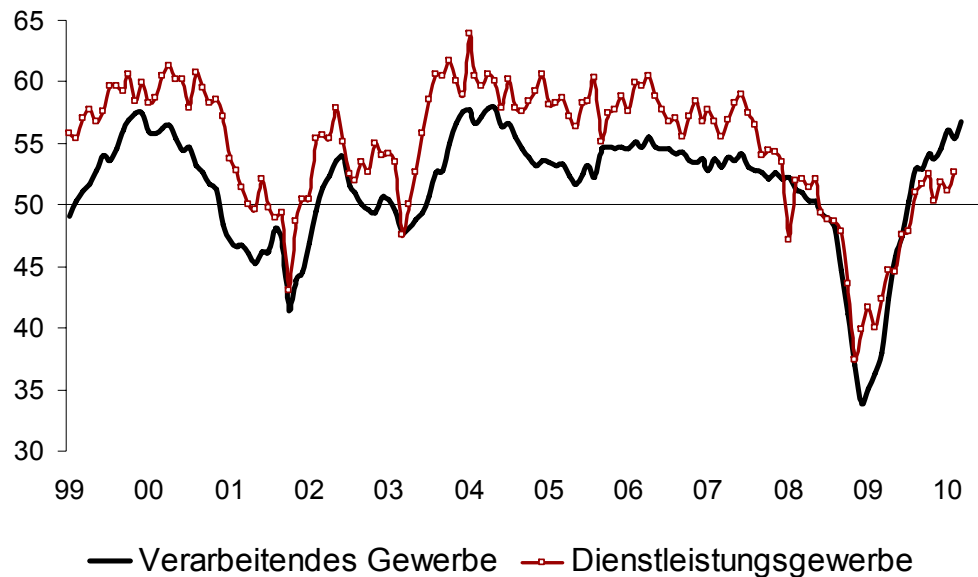


- ▶ Nach Verringerung systemischer Risiken Finanzmärkte deutlich erholt
- ▶ Beherztes Eingreifen der Regierungen und der Notenbanken maßgeblich
- ▶ Bei Politikfehlern wäre Rückfall in „Große Depression“ möglich gewesen

I. Internationale Finanzkrise – Aktueller Stand

Kräftige Erholung von den tiefen Produktionseinbrüchen

Globaler Einkaufsmanagerindex



► Erholung auf den Finanzmärkten später von deutlicher Konjunkturwende begünstigt

► Haupttreiber

- Finanzpolitik/Geldpolitik

- Lagerzyklus

- Asien (Exporte)

I. Internationale Finanzkrise – Aktueller Stand

Beeindruckende Erholung auf den Aktienmärkten

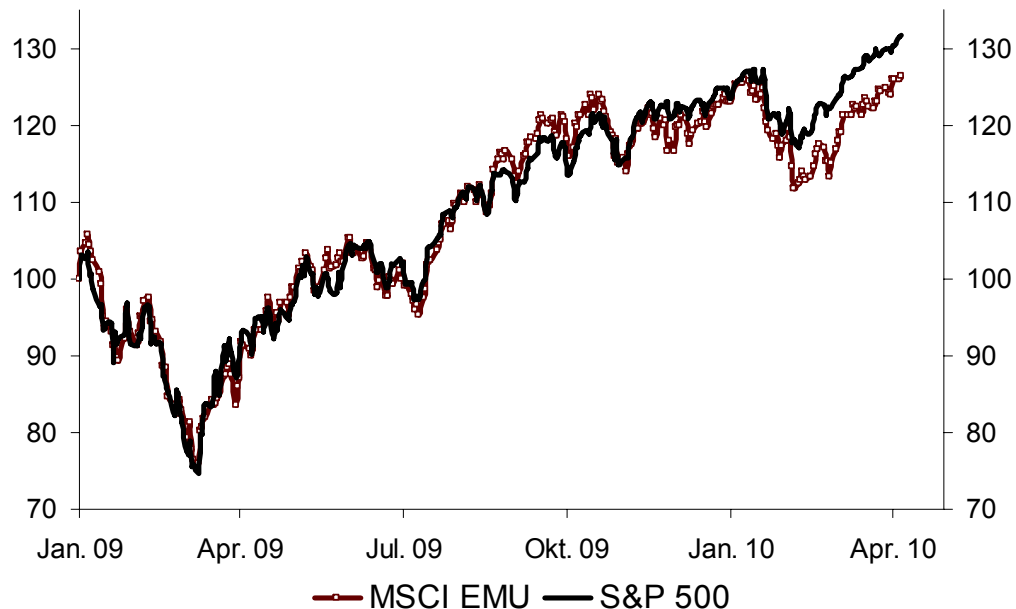
▶ **Kursanstieg von Tief im März 2009: 77% bzw. 66%**

▶ **Gesamtertrag auf europäische Unternehmensanleihen 2009:
16.2% IG non-financials
16.8% IG financials**

▶ **Zentrale Fragen**

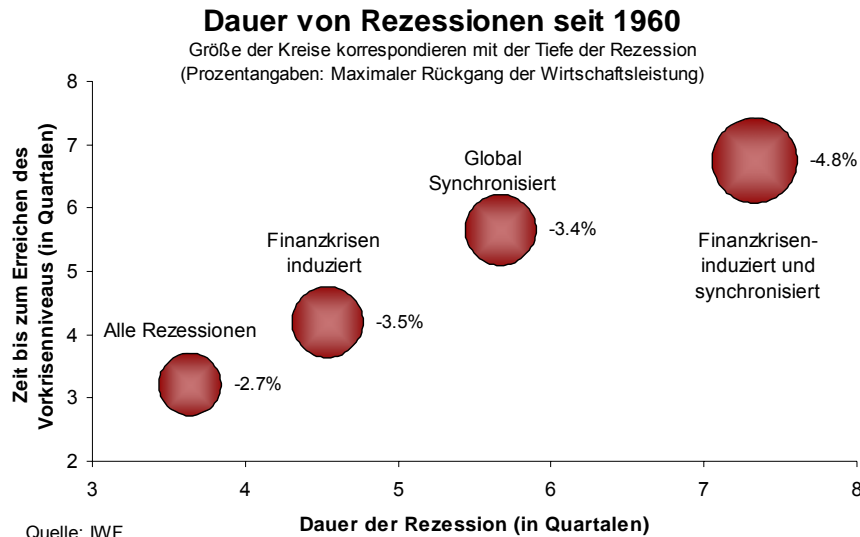
- **Dauer und Stärke des Aufschwungs?**
- **Längerfristige Auswirkungen der Krise auf die Finanzmärkte?**

Internationale Aktienmärkte 2009/2010



II. Internationale Finanzkrise – Konjunktureller Ausblick

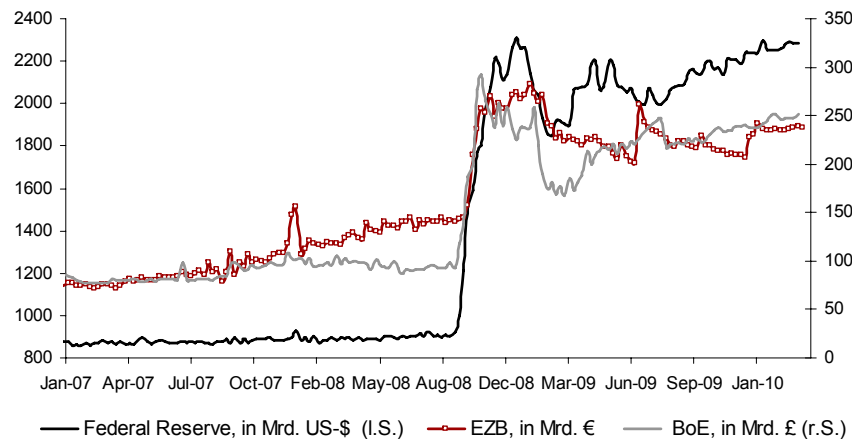
Schwache konjunkturelle Erholung



► Wachstumsbremsen

- Abbau der wirtschafts-politischen Impulse
- Fehlende Wirkung des geld-politischen Transmissions-mechanismus
- Schuldenabbau in den USA

Massive Bilanzverlängerungen der Notenbanken

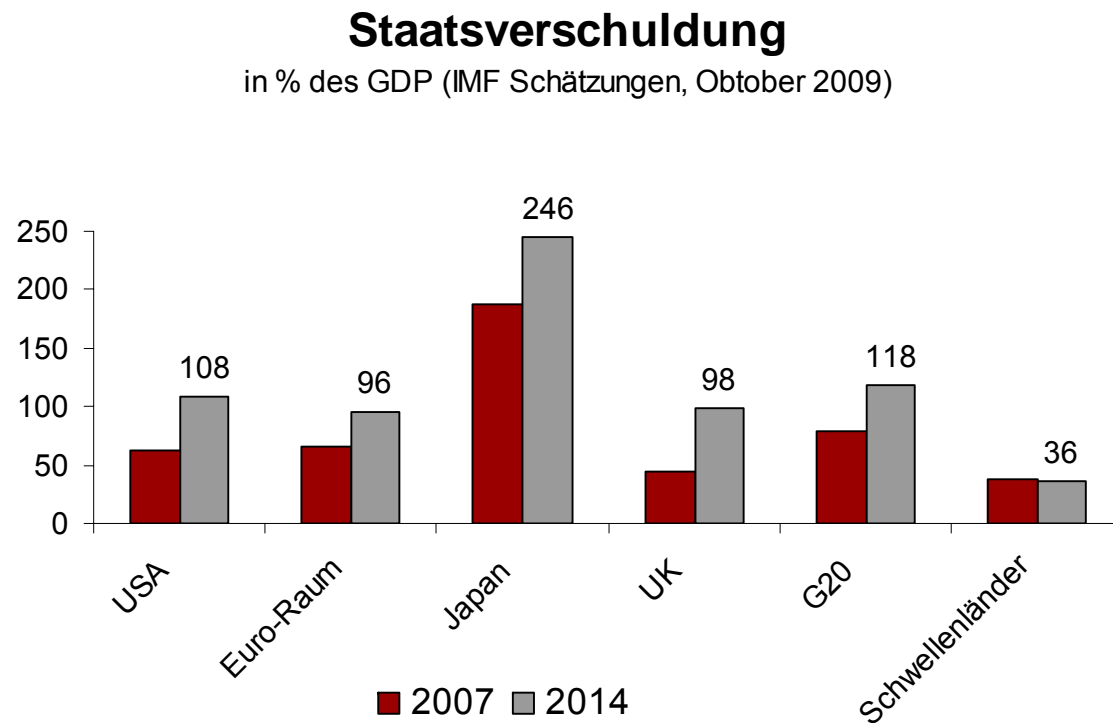


Haushaltssaldo*	2007	2008	2009f	2010f
USA	-1.7	-3.7	-11.5	-10.0
Euro Raum	-0.6	-1.7	-6.8	-8.3
Japan	-3.4	-5.4	-9.4	-9.0
Großbritannien	-2.9	-5.0	-12.2	-12.9

*gemessen am BIP, f = Prognose

II. Internationale Finanzkrise – Konjunktureller Ausblick

Stark steigende Staatsverschuldung



- ▶ **Dramatischer Anstieg der Schuldenquoten**
- ▶ **Automatische Korrektur nicht angelegt**
- ▶ **Fiskalische Konsolidierung unvermeidlich**
- ▶ **Mischung aus reduzierten Ausgaben/höheren Steuern zu erwarten**

II. Internationale Finanzkrise – Konjunktureller Ausblick

Zunehmende Gefahr von Schuldenfallen

Schuldenquoten oberhalb derer eine Stabilisierung der Staasschulden unmöglich wird

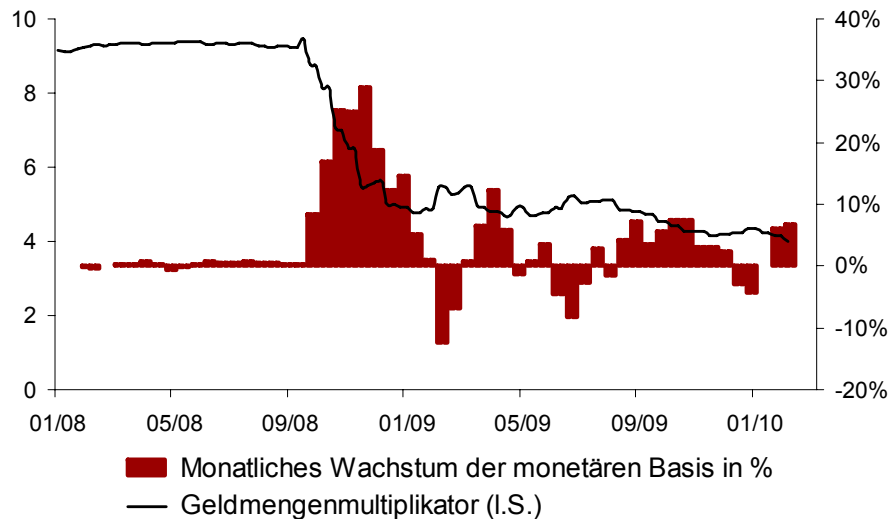
	Durchschnittliche Differenz zwischen Zins und Wachstumsrate			
Primärüberschuss	100	150	200	250
0.00	0	0	0	0
0.25	25	17	13	10
0.50	50	33	25	20
0.75	75	50	38	30
1.50	150	100	75	60
2.00	200	133	100	80
2.50	250	167	125	100
3.00	300	200	150	120
3.50	350	233	175	140
4.00	400	267	200	160
Hirtorische Durchschnitte Primärüberschüsse				
	US	Euro-Raum	Japan	
1991 - 2008	-0.5	0.5	-3.8	
1970 - 2008	-0.8	n.a.	-2.2	
1970 - 1990	-1.1	n.a.	-0.7	
Maximaler Wert	4.1	3.5	3.3	

II. Internationale Finanzkrise – Konjunktureller Ausblick

Schwache konjunkturelle Erholung

US Geldmengenvmultiplikator

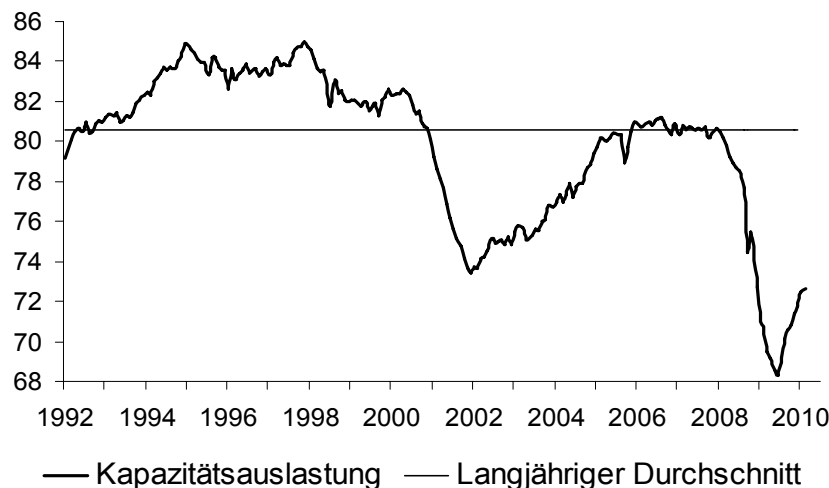
M2/Monetäre Basis; Quelle: Federal Reserve



- ▶ **Eingeschränkte Kreditvergabe**
- ▶ **Überkapazität und Nachfrage dämpfen Investitionszyklus**
- ▶ **Entschuldung der privaten Haushalte in den USA nicht abgeschlossen**

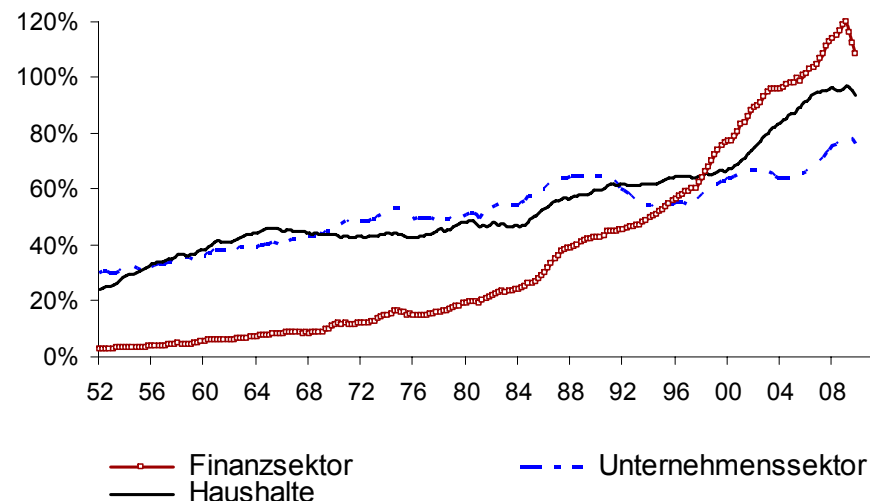
Kapazitätsauslastung Industrie

in %



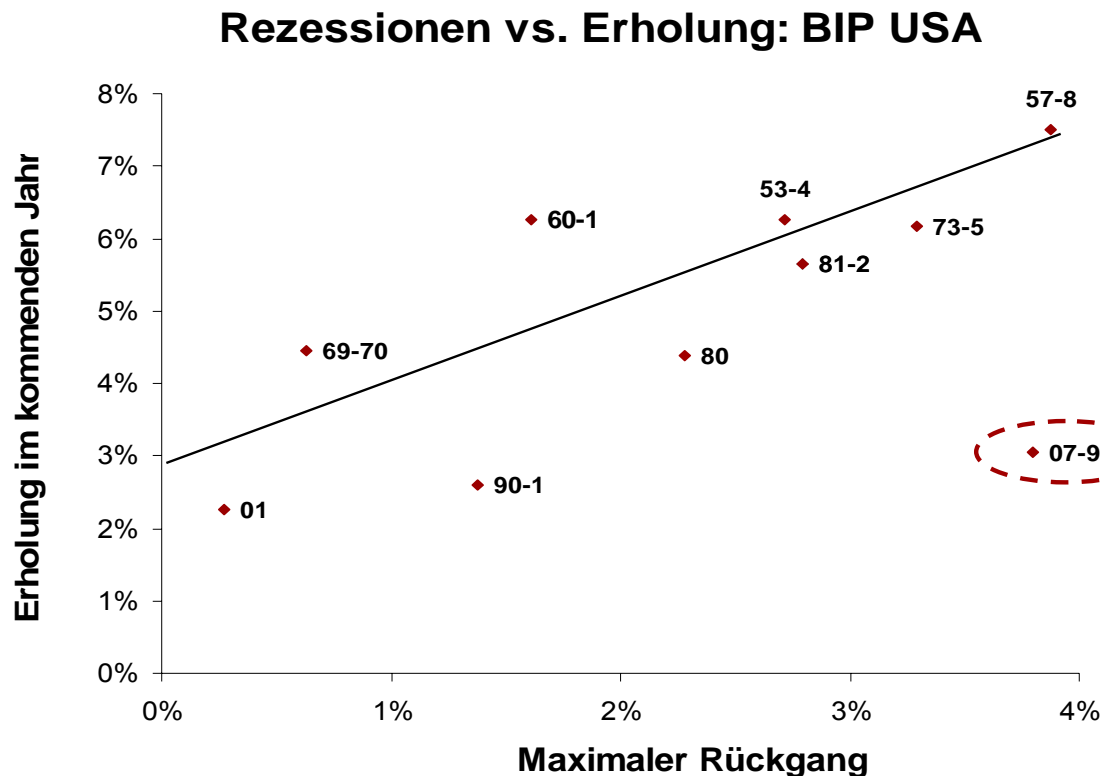
Verschuldungsgrade in den USA

gemessen am BIP, in %, Quelle: US-Notenbank



II. Internationale Finanzkrise – Konjunktureller Ausblick

Schwache konjunkturelle Erholung



- ▶ **Aufschwung wird im historischen Vergleich mager bleiben**
- ▶ **Hohe Zuwachsraten nur in den aufstrebenden Volkswirtschaften (zunehmende Asynchronität)**
- ▶ **Damit bleiben Output-Lücken hoch...**
- ▶ **... und der Inflationsdruck in den westlichen Industrieländern gering**

II. Internationale Finanzkrise – Konjunktureller Ausblick

Inflationsängste übertrieben

► Kurze bis mittlere Sicht

- hohe Outputlücke
- geringer Nachfragedruck
- fehlende Nachfragewirksamkeit der Zentralbankliquidität

⇒ **Disinflation/Deflation das größere Risiko**

► Mittlere Sicht

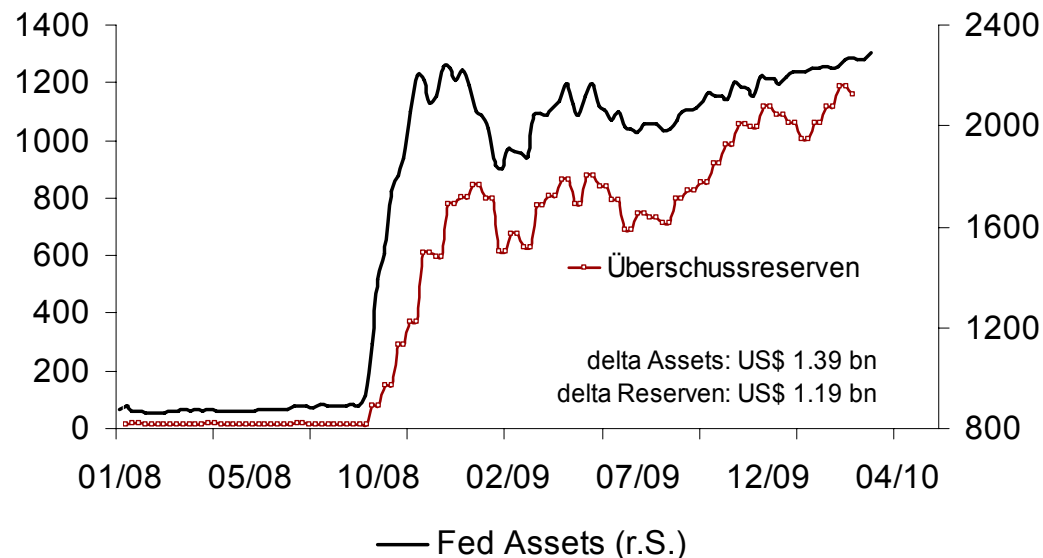
- Energiekosten
- Nahrungsmittelpreise
- Reregulierung

⇒ **Moderat höhere Inflation**

► Hauptrisiko: Handelskriege

US Notenbankbilanz

in US\$ bn

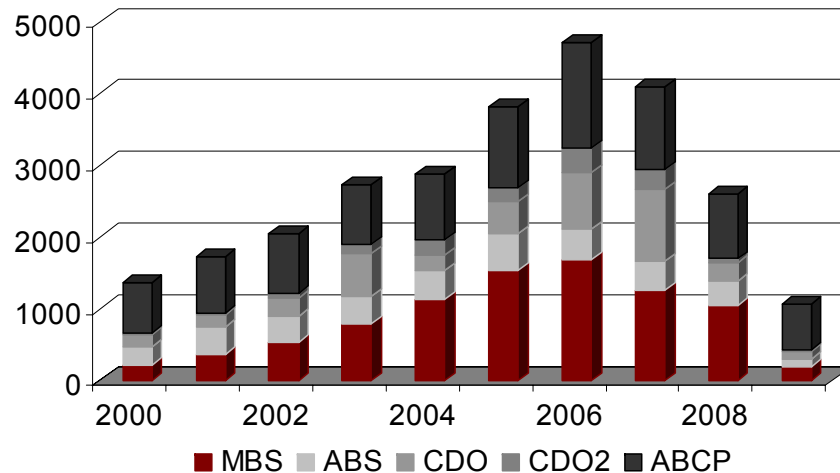


III. Internationale Finanzkrise - Überschussliquidität

Der Einbruch des Verbriefungsmarktes

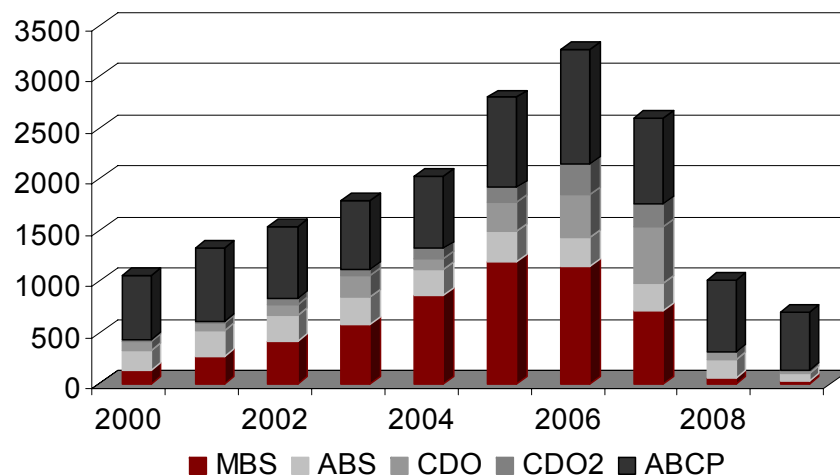
Weltweite Verbriefungen

in Mrd. US-\$



USA Verbriefungen

in Mrd. US-\$



▶ Hohe Liquidität hat Finanzmärkte begünstigt

▶ Quellen:

- Verbriefungen

- Geldpolitik

- Hohes Sparangebot

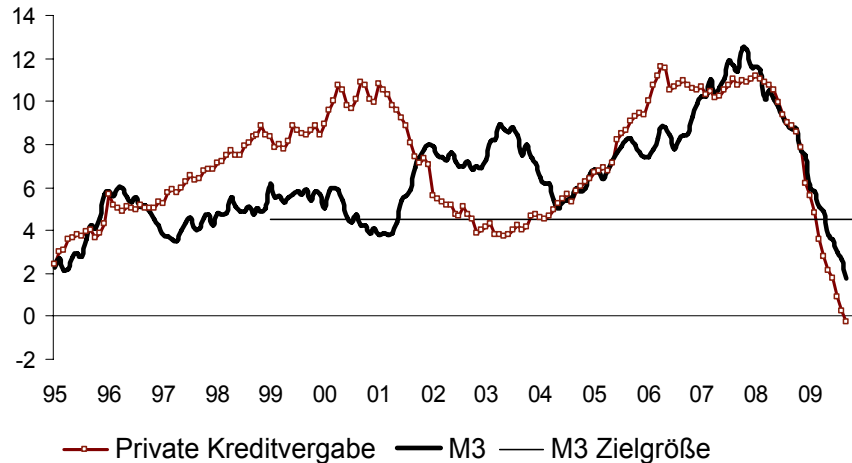
▶ Bisher hat sich der Verbriefungsmarkt nicht erholt

III. Internationale Finanzkrise - Überschussliquidität

Die Rolle der Geldpolitik

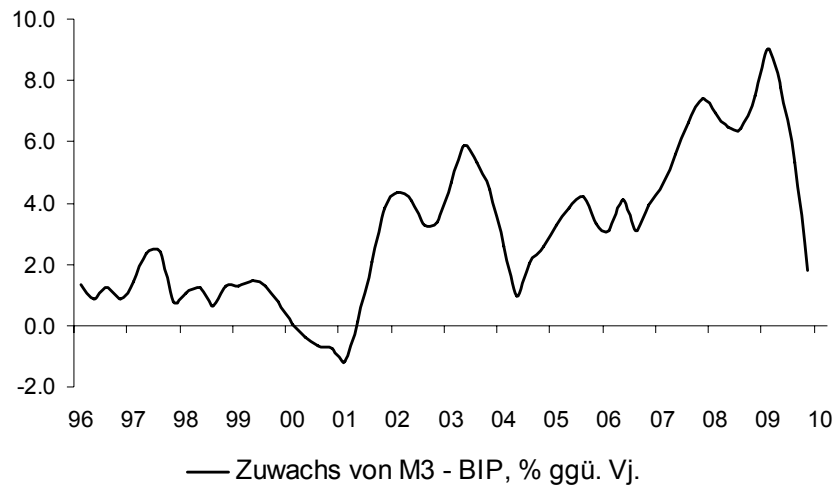
Euro-Raum: M3 im Rückblick

% ggü. Vj.

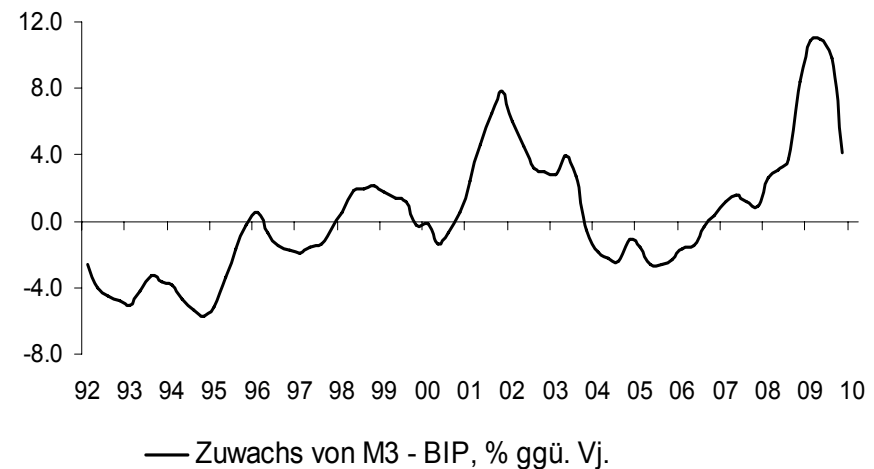


- ▶ Hohe Kreditvergabe und starkes Geldmengenwachstum im Euro-Raum
- ▶ Anstieg der Geldmenge weit oberhalb dessen was zur Finanzierung des BIP-Wachstums benötigt wurde

Euro Raum: Überschussliquidität



US: Überschussliquidität



III. Internationale Finanzkrise - Überschussliquidität

Die Rolle der Geldpolitik

Atlanta Federal Reserve President Lockhart (Nov 10, 2009)

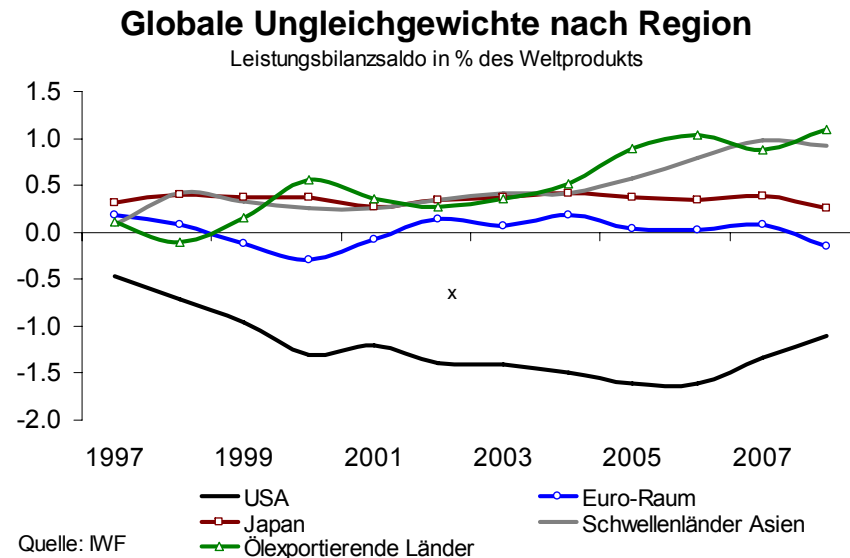
- "Going forward I intend to include asset price movements as one of the things to be watched."

Fed's Hoenig: Rates must rise as economy heals (Oct 9, 2009)

- "But I tell people that we will have to think about returning to a neutral level if we don't (want to) repeat the mistakes of the past."

III. Internationale Finanzkrise - Überschussliquidität

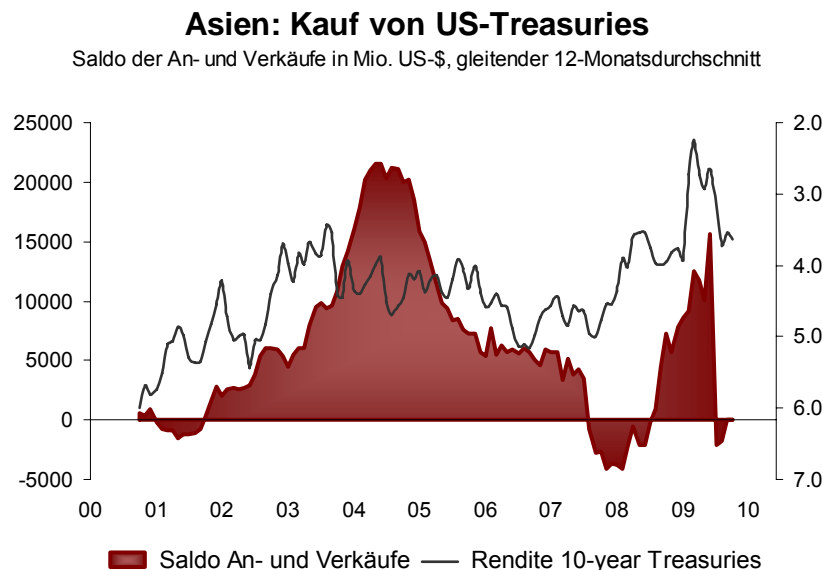
Verringerung der externen Ungleichgewichte



► Hohe Leistungsbilanzungleichgewichte haben das Sparangebot in den westlichen Industrieländern deutlich erhöht.

► Von 2002 bis 2007 wurden knapp 80% aller Treasuries vom Ausland erworben.

► Damit wurde das US-Zinsniveau niedrig gehalten („Bond conundrum“)



IV. No Risk – More Fun?

Finanzmarktimplikationen der Krise

Die fundamental Unterstützung für die Finanzmärkte wird abnehmen



Geringeres Trendwachstum



Geringere Liquidität



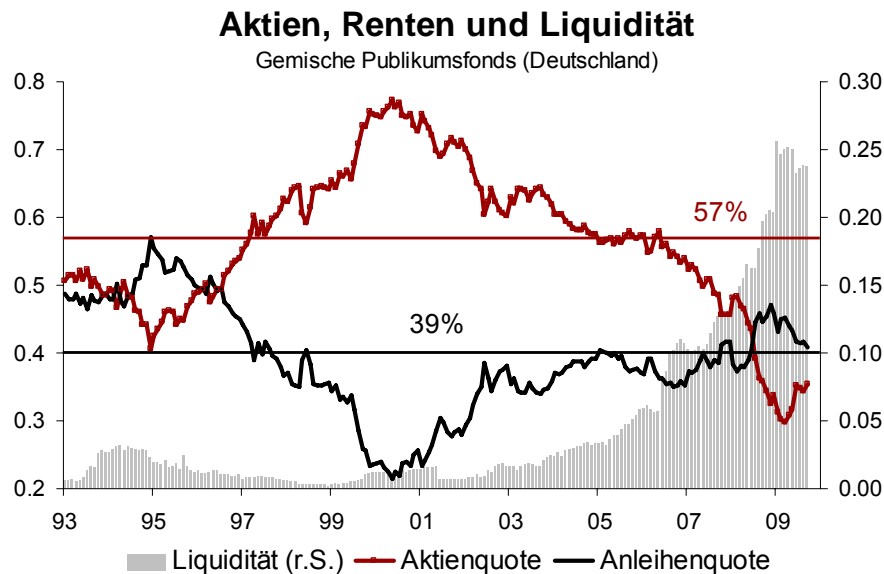
Investitionen in risikobehaftete Vermögenswerte?



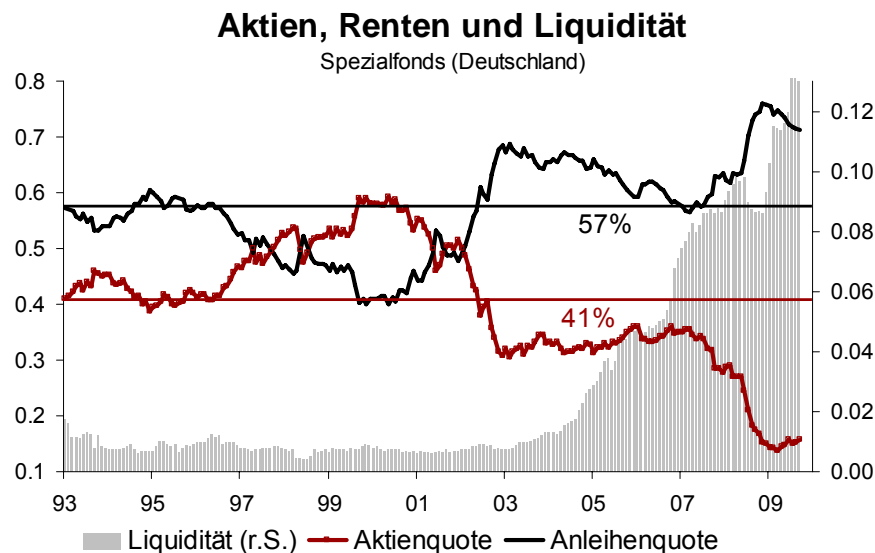
Das Ende von Buy-and-Hold

IV. No Risk – More Fun?

Große Zurückhaltung bei Aktien



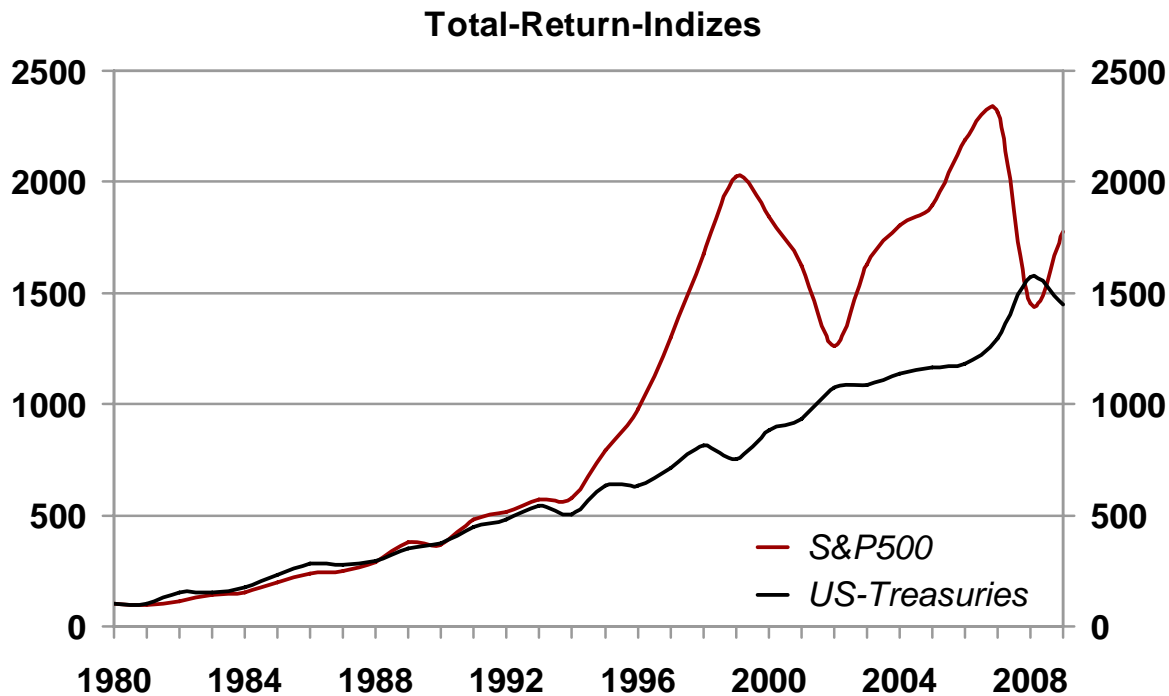
- ▶ **Extrem niedrige Aktienquoten sowohl in Publikumsfonds als auch in Spezialfonds**



- ▶ **Hieran hat auch die sehr scharfe Erholung der Aktien vom Tiefpunkt im März 2009 nichts geändert**

IV. No Risk – More Fun?

Aktien schlechter als Bonds?



▶ **Durchschnittliche Erträge (30 Jahre)**

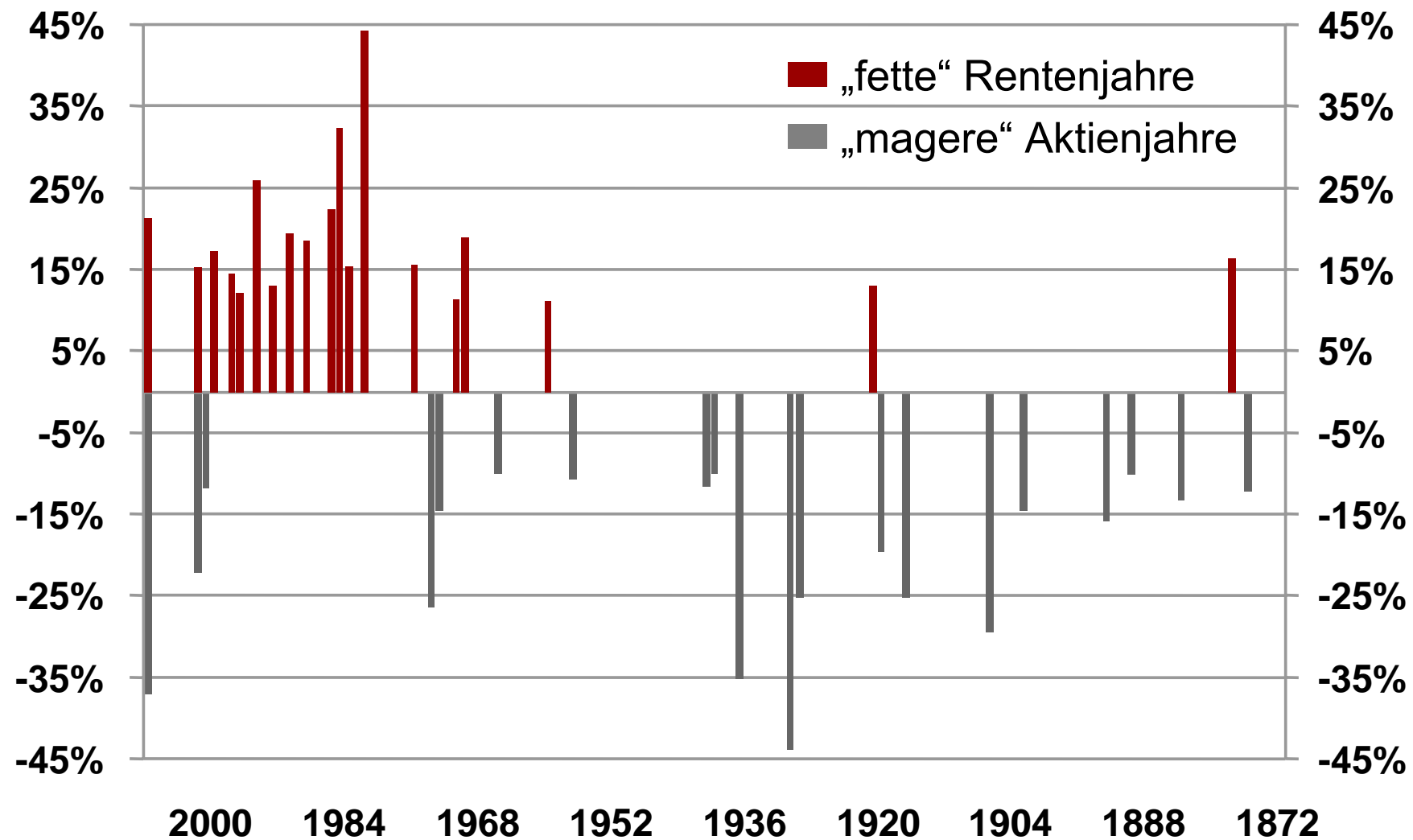
▶ **S&P500: 10.3% p.a.**
26.5% Vola

▶ **10y Treas: 9.7% p.a.**
7% coupon
12.1% Vola

▶ **Wesentlicher Treiber für gute Entwicklung der Rentenmärkte: Zinsrückgang**

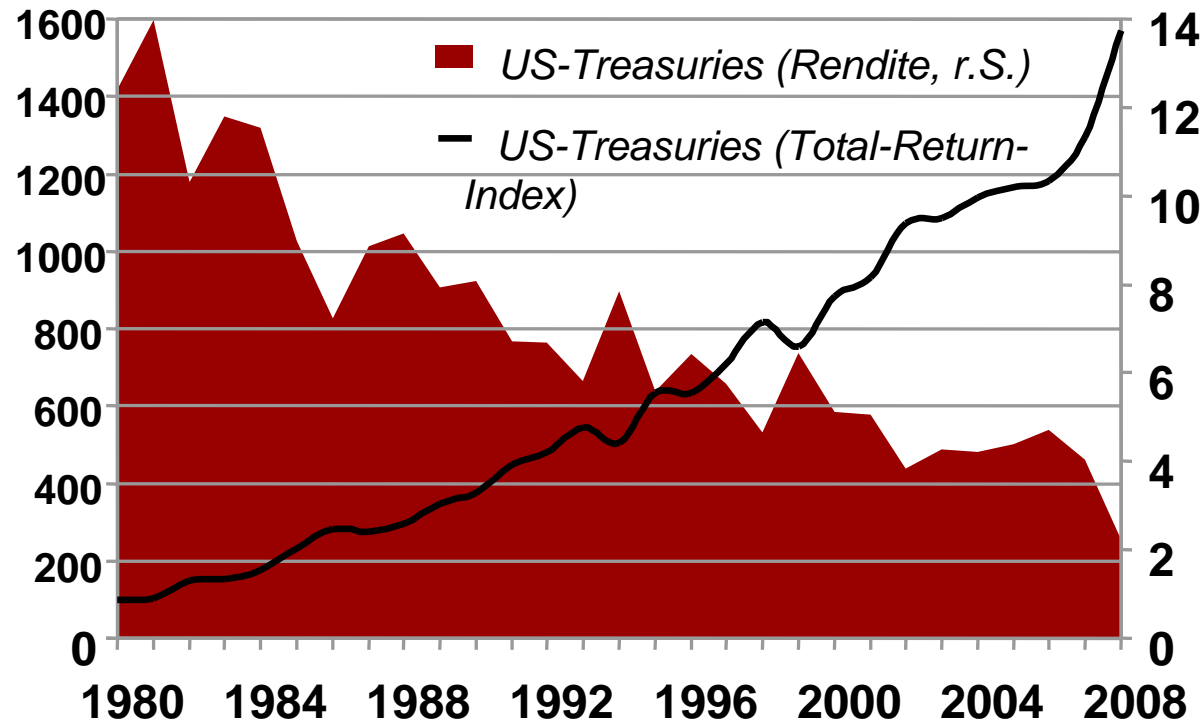
IV. No Risk – More Fun?

Zuletzt starke Häufung von überdurchschnittlichen Rentenjahren



IV. No Risk – More Fun?

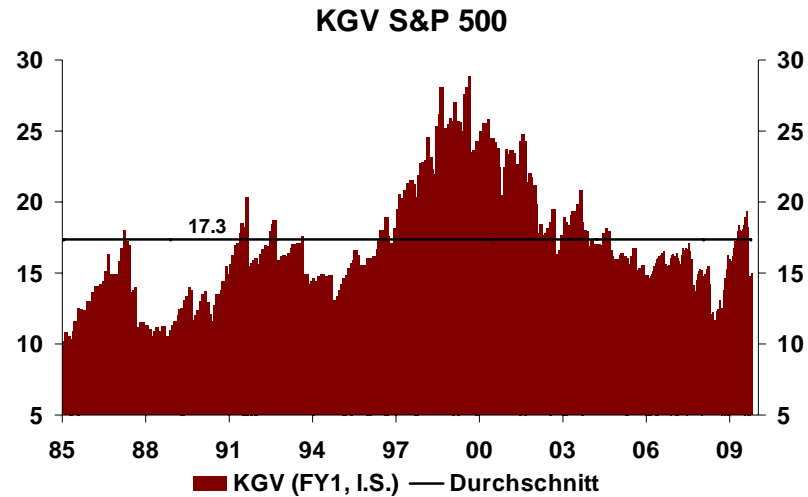
Langjähriger Renditerückgang hat relativen Vergleich begünstigt



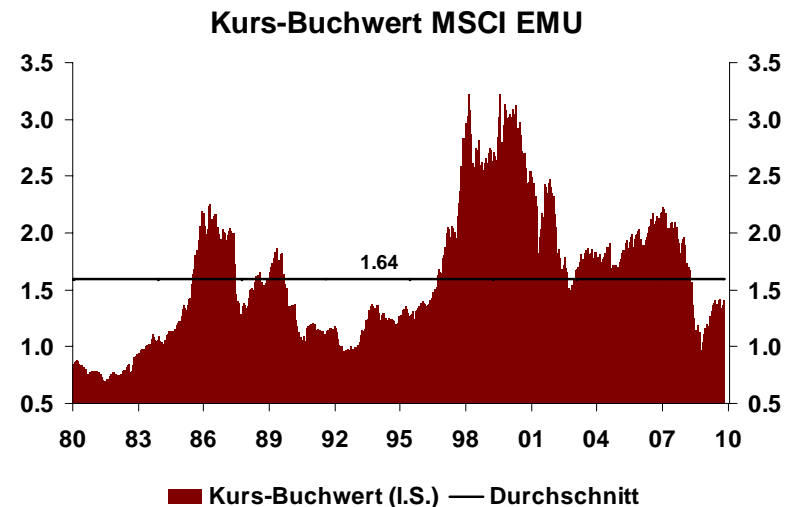
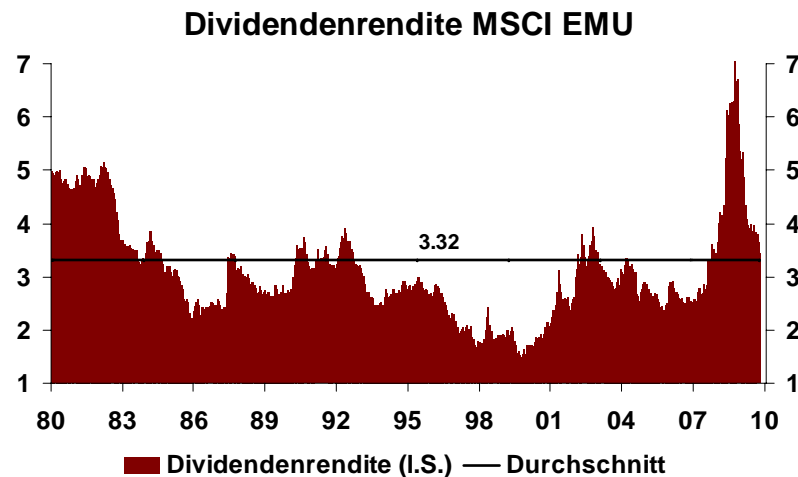
- ▶ Weiterer Zinsrückgang nur für den Fall einer deflationären Entwicklung
- ▶ Bei Zinsnormalisierung: Kursverluste
- ▶ Nach Zinsnormalisierung: Moderates Renditeniveau
- ▶ Hohe Rentenerträge der letzten 30 Jahre gehören der Vergangenheit an

IV. No Risk – More Fun?

Aktien unter Bewertungsgesichtspunkten nicht teuer



- ▶ **Bewertungsrelationen im Unterschied zur New Economy Blase derzeit moderat**
- ▶ **Ausblick: Aktien schlagen Renten**

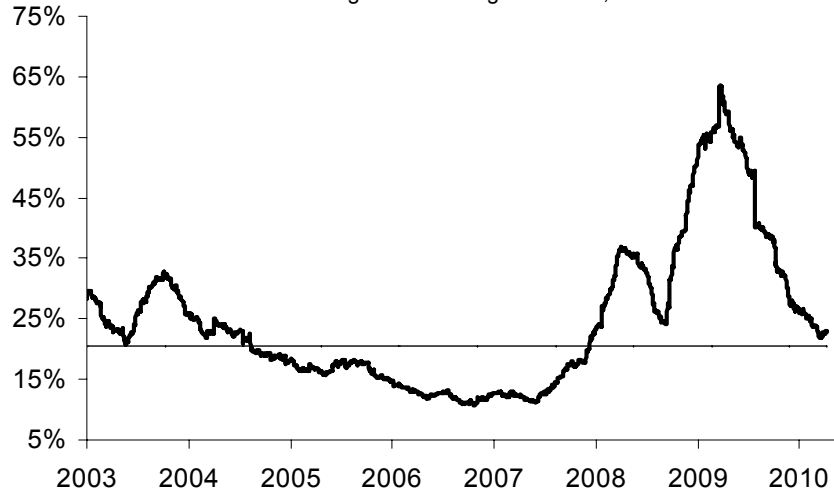


V. Das Ende von Buy-and-Hold

Volatilitätsanstieg

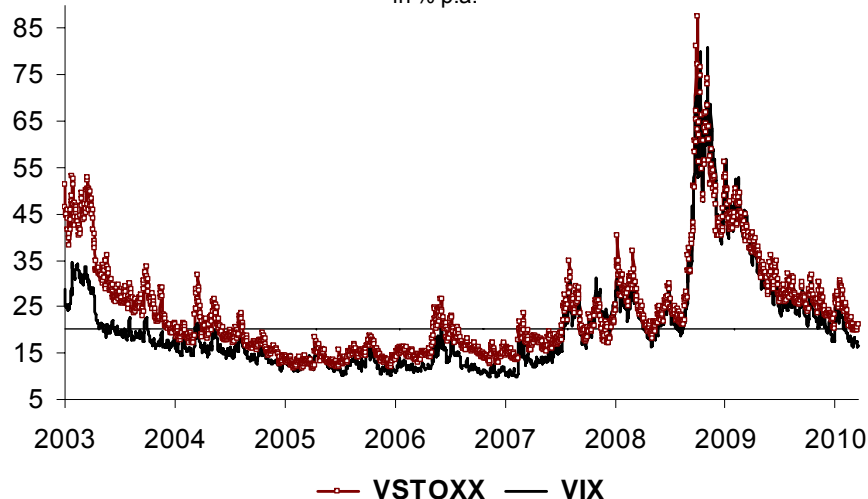
10-year Treasuries: Volatilität der Rendite

auf Basis tägl. Veränderung d. Rendite; annualisiert



Aktienmarkt Volatilität

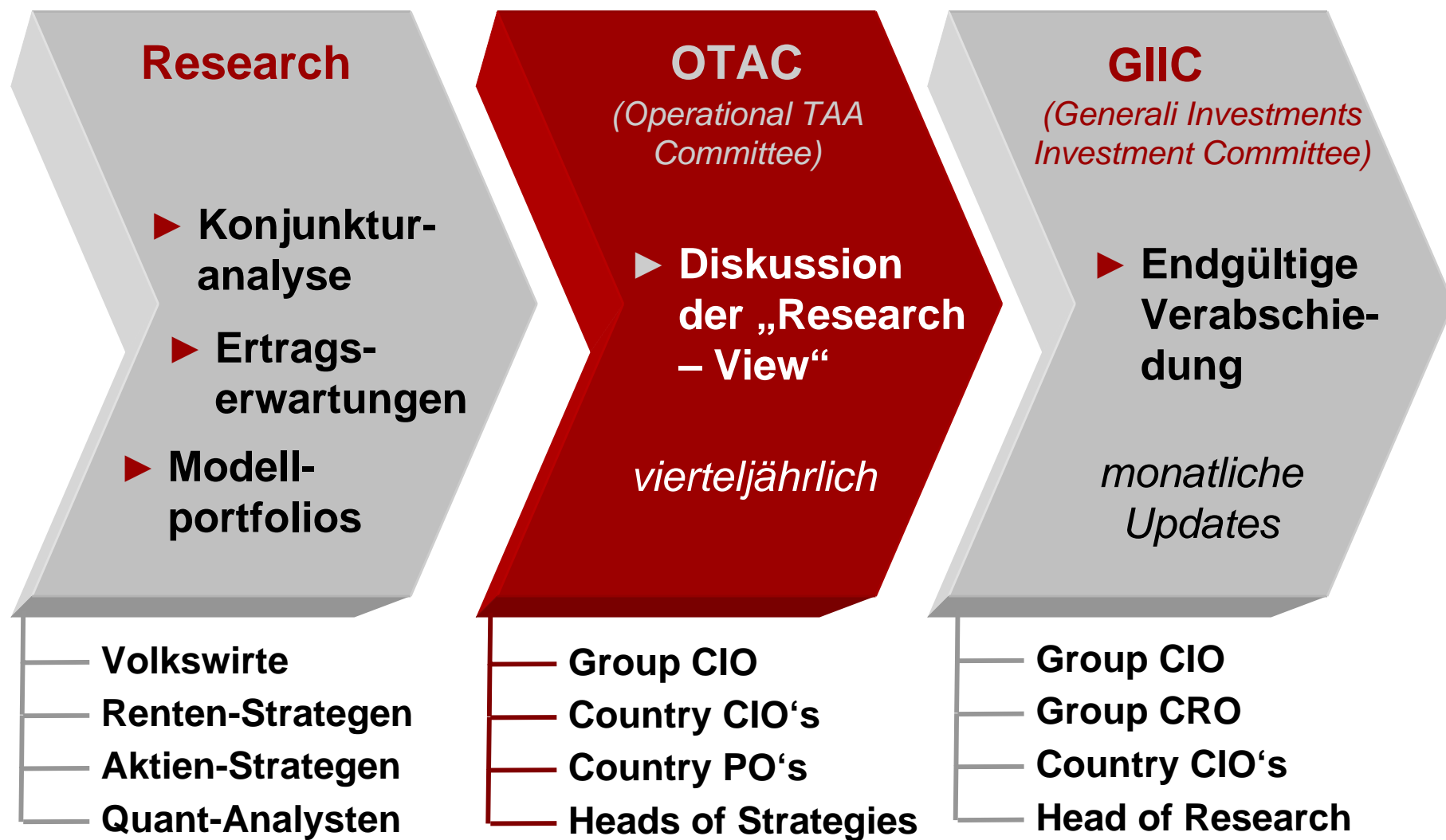
in % p.a.



- ▶ **Überschussliquidität hat die Volatilität auf den Finanzmärkten extrem niedrig gehalten**
 - ▶ **Wegen der geringeren Liquidität wird die Volatilität zukünftig höher ausfallen**
 - ▶ **Buy-and-Hold Strategien weniger aussichtsreich**
- ⇒ **Tactical Asset Allocation**

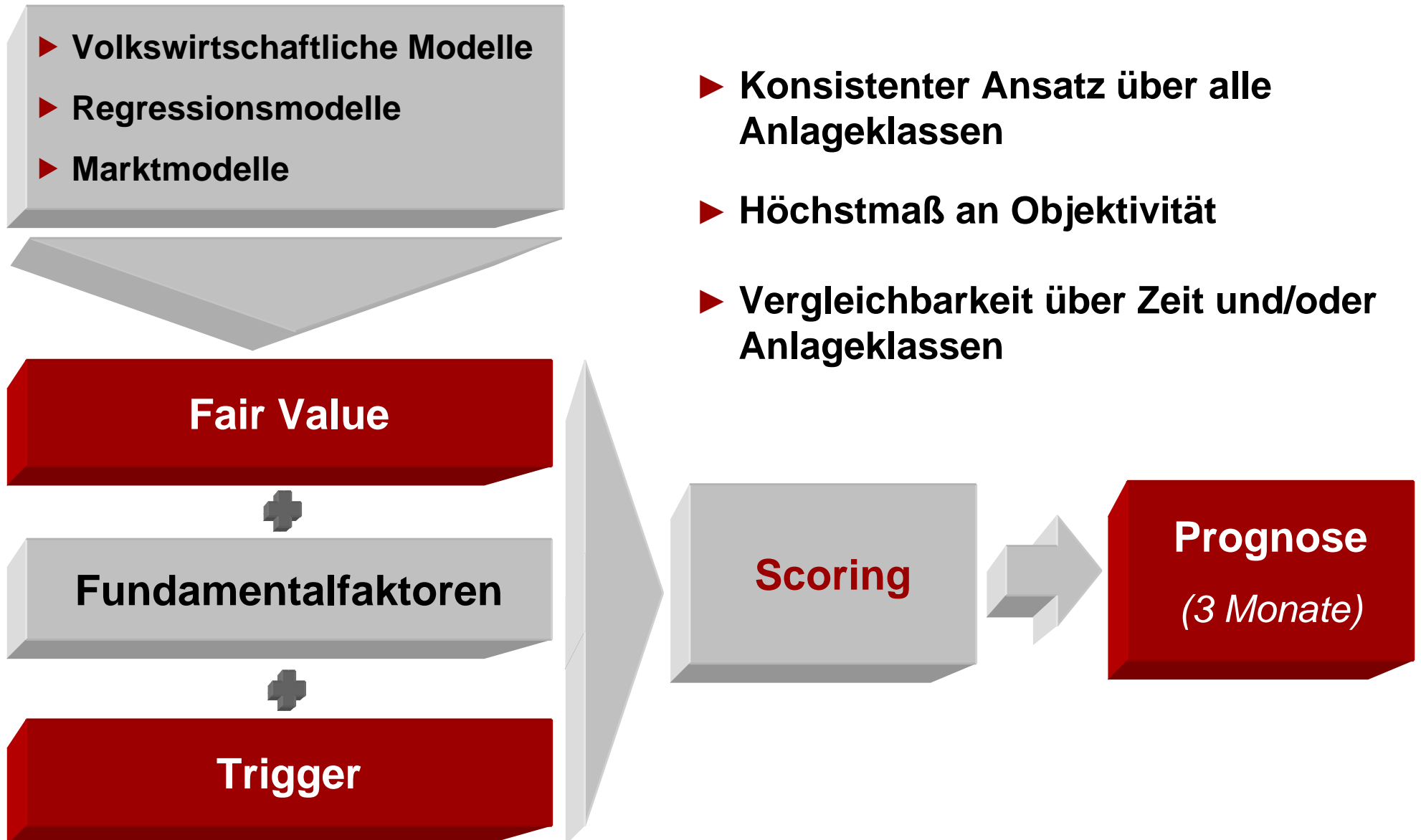
V. Das Ende von Buy-and-Hold

Die taktische Asset Allokation im Generali-Konzern



V. Das Ende von Buy-and-Hold

Die taktische Asset Allokation im Generali-Konzern

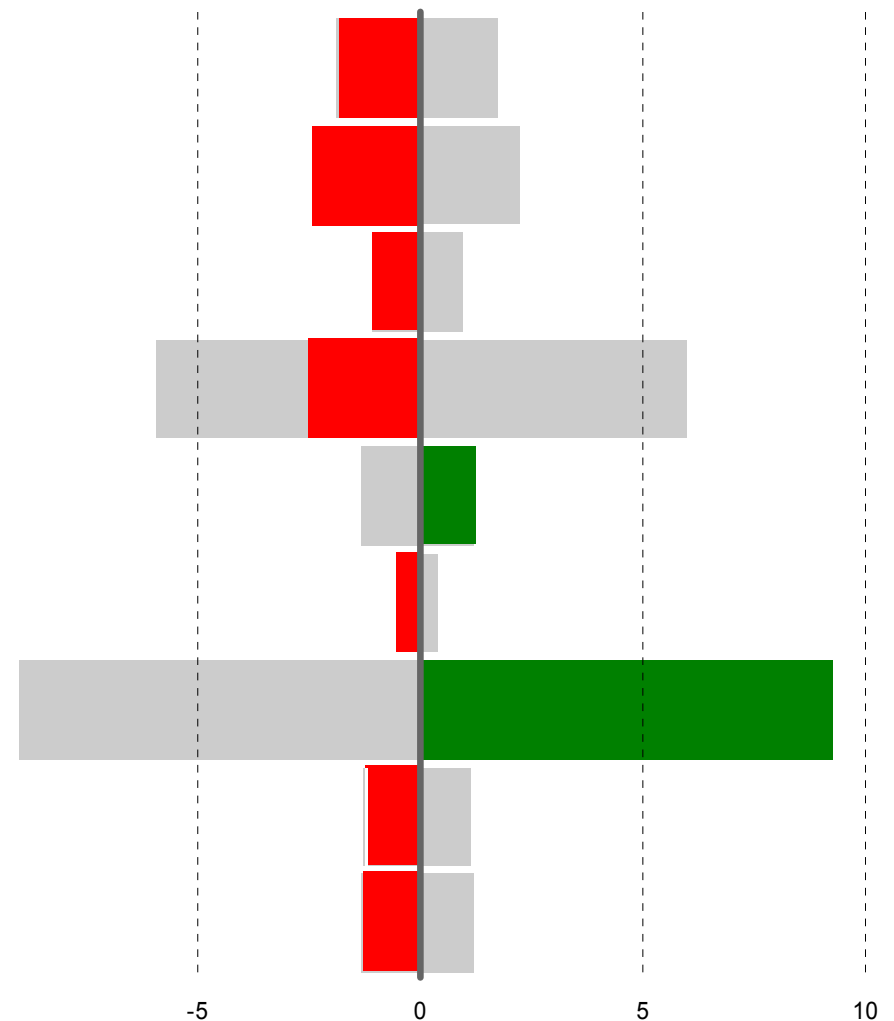


V. Das Ende von Buy-and-Hold

Portfoliokonstruktion

Asset Classes		Expected Return	<i>Realized Return</i>
Equities	Euroland	- 1.35%	-18.40%
	UK	- 0.41%	-11.65%
	Switzerland	- 0.62%	-17.44%
Fixed Income	Euroland Gvt.	1.32%	3.37%
	UK Gvt.	2.25%	4.02%
	Switzerland Gvt.	1.29%	1.72%
	EUR-Swaps	1.35%	3.79%
	EURO Corp.	1.19%	2.52%
	Cash, EUR 3-Mth.	0.99%	1.24%

Aktive Gewichte
in %

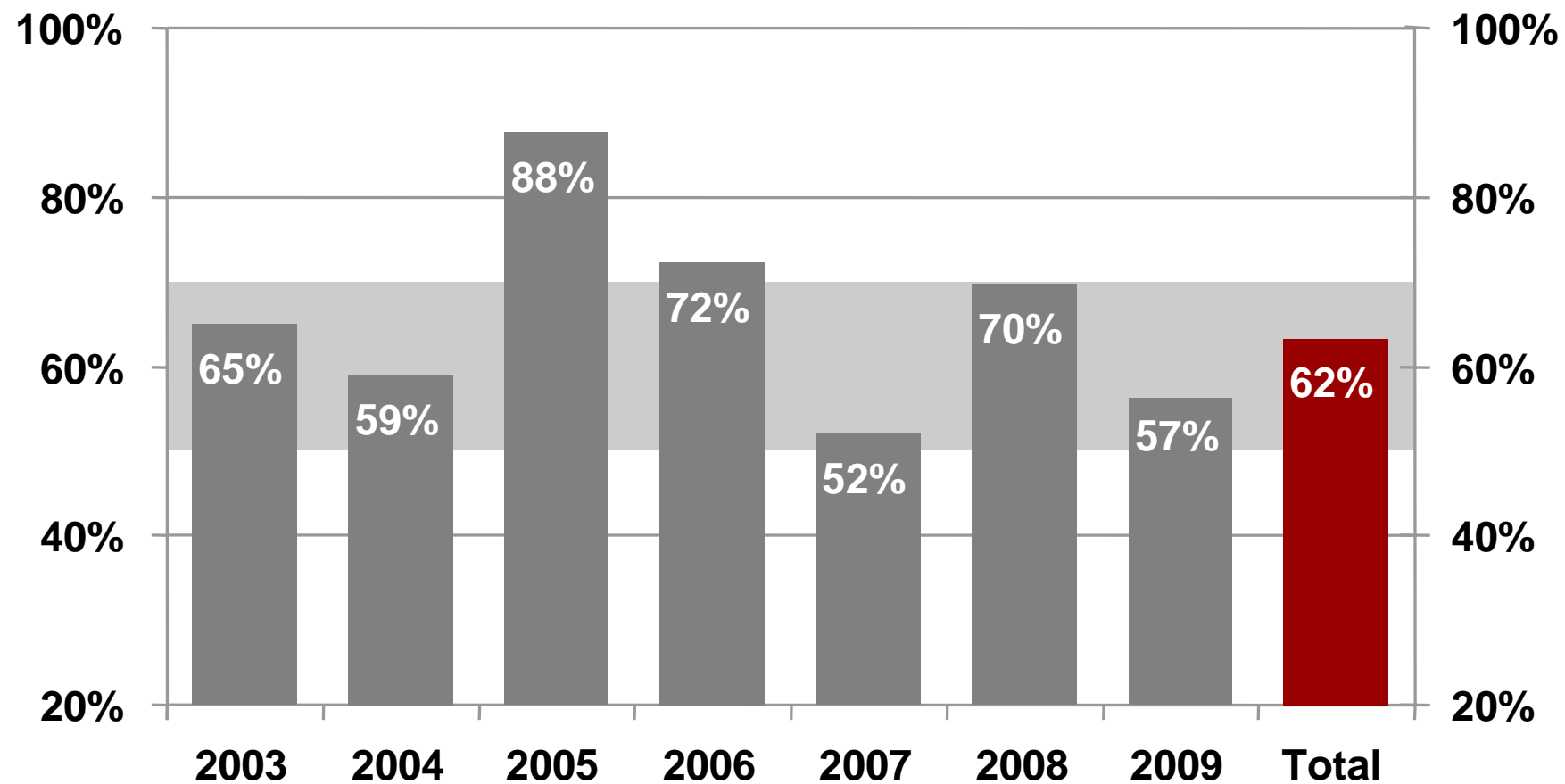


V. Das Ende von Buy-and-Hold

Erfolgsraten

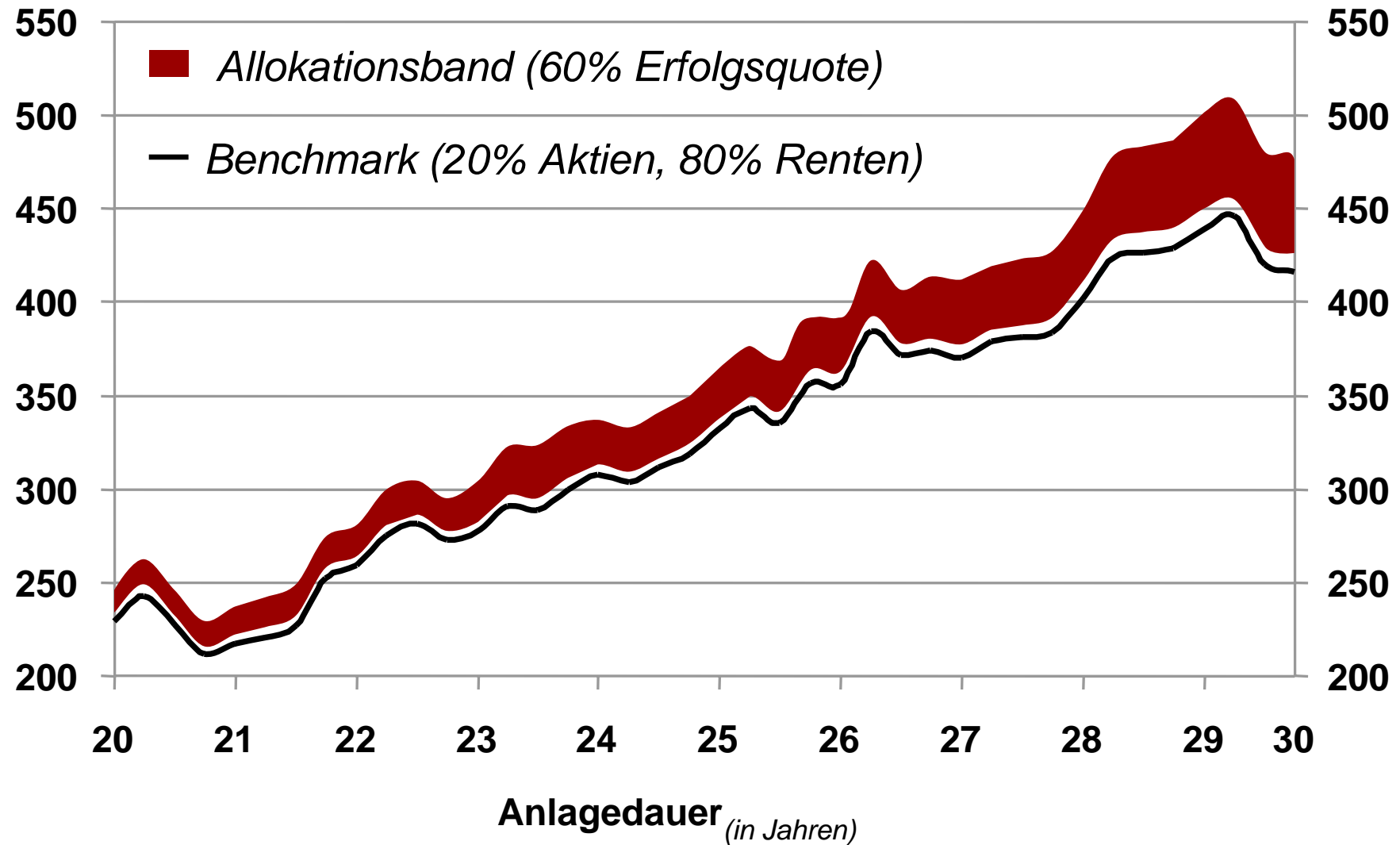
Taktische Allokation

Ø Erfolgsquote



V. Das Ende von Buy-and-Hold

Kann taktische Allokation einen Mehrwert generieren?



Portfolio Management After the Crisis:

No Risk - More Fun?

- **Systemische Finanzkrise überwunden. Realwirtschaftliche Auswirkungen aber noch geraume Zeit spürbar**
- **Renten und Aktien mit vergleichbaren Erträgen in den letzten 30 Jahren. In Zukunft werden Aktien Renten deutlich schlagen**
- **Finanzmarktvolatilität wird wegen eingeschränkter Liquidität höher ausfallen**
- **Geringes Trendwachstum und höhere Volatilität bedingen aktiveres Investorenverhalten. TAA ein möglicher Wertreiber**