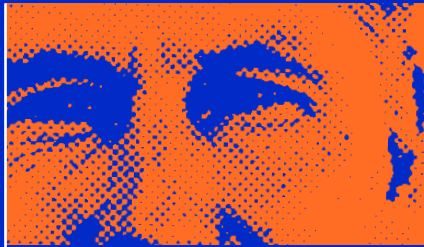


# Absolut performance

Asset-Klassen-Analyse  
für institutionelle Investoren



04  
2022



standpunkt

**Dr. Bernd Scherer**  
LBBW Asset Management

Equity Developed Markets  
Equity Emerging Markets  
Equity Global Thematic  
Fixed Income Developed Markets  
Fixed Income Emerging Markets  
Real Assets  
Alternatives  
Factor Investing  
Sustainability  
Aktiv/Passiv-Vergleich



## Dr. Bernd Scherer

CIO LBBW Asset Management

Dr. Bernd Scherer ist Chief Investment Officer und Geschäftsführer der LBBW Asset Management. Er hat in Führungspositionen in Frankfurt, London und New York für Morgan Stanley und die Deutsche Asset Management gearbeitet sowie als Professor für Finanzwirtschaft an der renommierten EDHEC. Seit Jahren veröffentlicht er konstant in angesehenen internationalen Fachzeitschriften wie auch in der Investmentpresse.

# Wie findet der Krieg seinen Weg ins Portfolio?

## Einleitung

Lokale Auseinandersetzungen sind ein deprimierendes, von der glücklichen Mehrheit weitgehend ignoriertes Hintergrundgeräusch der Geschichte. Erst wenn der Konflikt global wird, entweder über die Gefahr eines sich ausbreitenden Krieges oder über dessen ökonomische Folgewirkungen, sind dessen Folgen auch im globalen Weltmarktportfolio zu spüren. Der Konflikt zwischen westlich geprägten Demokratien und autoritären Regimen, die in der bloßen Existenz liberaler Gesellschaften eine Bedrohung für ihr wenig attraktives Gesellschaftsmodell empfinden, wird sich zuspitzen. Zeit, sich mit dem Thema Krieg und Vermögensanlage vertrauter zu machen.

## Geopolitische Risiken: Definition und Messung

Caldara und Iacoviello (2018) definieren geopolitische Risiken als „Bedrohung, Realisierung und Eskalation adverser Ereignisse im Zusammenhang mit Krieg und Terrorismus, sowie alle Spannungen in der friedlichen Koexistenz zwischen staatlichen Akteuren“. Mithilfe eines textbasierten Algorithmus wird die Häufigkeit von Dokumenten gezählt, die bestimmte

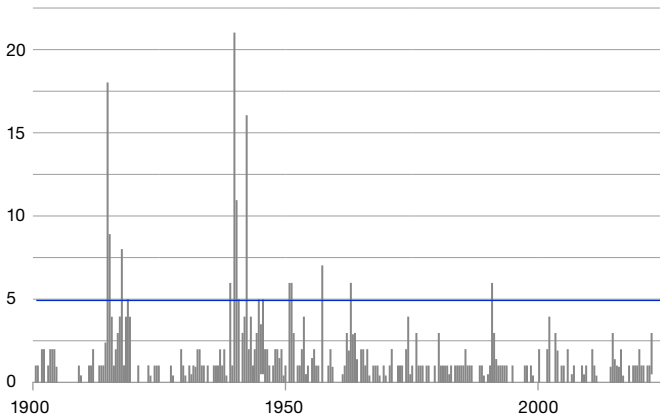
Wortkombinationen („bag of 2 words“) enthalten, wie beispielsweise „nuclear threat“. Die Autoren stellen sowohl eine lange monatliche Historie (1900 bis heute für 38 Länder) als auch eine kürzere tägliche Historie (1985 bis heute) zur Verfügung ([www.matteoiacoviello.com/](http://www.matteoiacoviello.com/)).

Ich beginne mit der langen Historie und definiere für jedes Land ein geopolitisches Ereignis als einen Zwei-Sigma-Anstieg im geopolitischen Risikoindex. Summiert man die so gewonnenen Ereignisse, erhält man Werte zwischen 0 und 38. Kleine Werte repräsentieren friedliche Zeiten mit einer geringen Anzahl lokaler Konflikte, hohe Werte findet man in Zeiten globaler Konflikte. Die resultierende Zeitreihe findet sich in **ABBILDUNG 1**.

Gleichzeitig errechne ich aus der Korrelationsmatrix der lokalen Indexänderungen diejenige Summe lokaler Konflikte, die nur mit einer Wahrscheinlichkeit von 5% übertroffen wird, und definiere Überschreitungen als globale Krisen. In diesen Fällen ist die Summe der Länder deutlich höher, als es die Kovarianzmatrix rein zufällig erwarten lässt, d. h., man kann in diesen Fällen (einer erhöhten Tail-Korrelation) von Ansteckungseffekten ausgehen. In 100.000 Simulationen

## 1 | Wie viele Konflikte gibt es auf der Welt?

Anzahl der Länder mit geopolitischem Ereignis



Für jedes von 38 Ländern wird ein geopolitisches Ereignis als ein Zwei-Sigma-Anstieg im lokalen geopolitischen Risikoindex definiert. Summiert man die so gewonnenen Ereignisse, erhält man die Summe der sich in einem Konflikt befindlichen Länder. Die blaue Linie bestimmt aus der Korrelationsmatrix der lokalen Indexänderungen diejenige Summe lokaler Konflikte, die nur mit einer Wahrscheinlichkeit von 5% übertroffen wird.

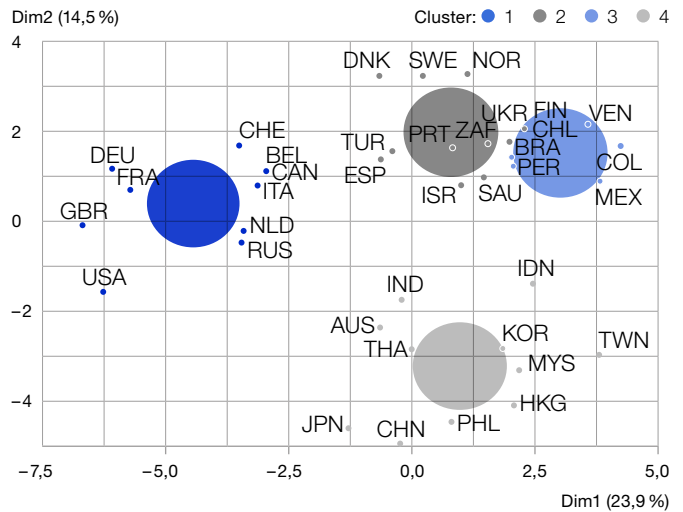
Quellen: Caldara und Iacoviello (2018), eigene Berechnungen

treten nur in 0,08% aller Fälle Werte von über 10 auf. In der Realität geschieht das aber 5-mal so häufig, d. h. in 0,4% aller Monate. Es bleiben die beiden Weltkriege, Korea, Kuba, Golfkrieg und 9/11 übrig. Interessanterweise geht der Index nicht über 21 hinaus und bleibt in den meisten Fällen weit darunter. Die durchschnittliche Korrelation geopolitischer Risiken beträgt 0,13 und liegt weit unterhalb der durchschnittlichen Korrelation lokaler Aktienmärkte.

Selbst in Zeiten globaler Konflikte lohnt sich internationale Allokation: Die Aktienmärkte von Gewinnern und Verlierern verlaufen zumeist gegensätzlich. Die Korrelation zwischen deutschen und US-Aktien lag in den Kriegsjahren 1940 – 1945 bei etwa 0,3. Investoren sollten dennoch gewarnt sein: Gerade in Zeiten globaler Konflikte ist es schwierig, Zugang zu den eigenen Assets zu erhalten (Sanktionen, Kapitalverkehrskontrollen, Enteignungen). Neben der Asset-Allokation wird dann die Asset-Lokation zunehmend wichtiger.

Mein nächster Blick gilt der Struktur der geopolitischen Krisen. Misst der Index in der Tat auch geopolitische Dimensionen, d. h. folgt die Korrelationsmatrix der Indexänderungen auch geopolitischen Dimensionen – was lernen wir daraus für die Diversifikation? Zu diesem Zweck nutzen wir die Korrelationsmatrix, um die Liste der 38 Länder in 4 Teilcluster (gleichzeitig die statistisch optimale Anzahl von Clustern) zu zerlegen. Das Ergebnis findet sich in **ABBILDUNG 2**. Cluster 1 enthält alte Großmächte und Streithähne der Weltgeschichte (USA, GBR, Kanada, Russland und Kerneuropa), in Cluster 2 finden wir die europäische Peripherie (Dänemark, Schweden, Türkei etc.), Cluster 3 umfasst Südamerika (Brasilien, Venezuela, Kolumbien etc.) und Cluster 4 beinhaltet Asien (Japan, Korea, Thailand etc.). Geopolitische Risiken der Vergangenheit hatten also oft einen regionalen Bezug. Investitionen entlang der Regionen des MSCI Welt bietet Investoren daher neben der Diversifikation ökonomischer

## 2 | Wo finden die Konflikte statt?

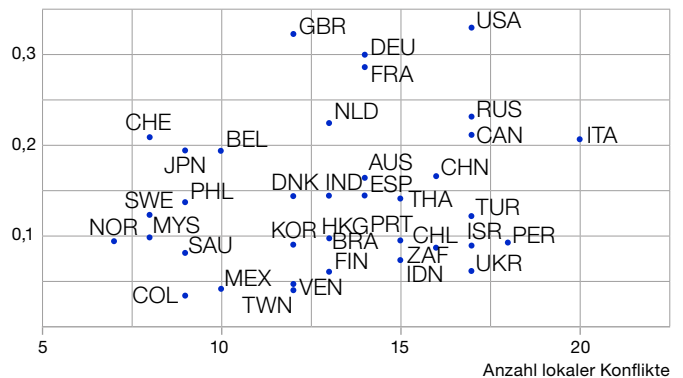


Ergebnis eines k-Means-Clusterings aus der Korrelationsmatrix der GPR-Index-Veränderungen. Die Achsen zeigen den Erklärungsgehalt der Hauptkomponenten.

Quellen: Caldara und Iacoviello (2018), eigene Berechnungen

## 3 | Wer ist beteiligt?

Exposure zu globalen Krisen



Scatterplot zwischen der Anzahl der lokalen Krisen (gemessen als Anzahl der positiven 2-Sigma-Änderungen im lokalen GPR Index) und dem Beitrag zu globalen Krisen (gemessen als Ladung der standardisierten Änderungen im lokalen GPR Index auf die erste Hauptkomponente der Korrelationsmatrix).

Quellen: Caldara und Iacoviello (2018), eigene Berechnungen

Länderrisiken auch eine Diversifikation lokaler, geopolitischer Risiken. Für den Zyniker kommt das nicht unerwartet, stellen doch Ländergrenzen die Demarkationslinien vergangener Konflikte dar.

Zuletzt betrachten wir, welche Länder besonders häufig in geopolitische Konflikte verwickelt sind und ob diese Länder eher an globalen oder an lokalen Konflikten beteiligt waren. Hierzu zeigt der Scatterplot in **ABBILDUNG 3** die Anzahl der lokalen Krisen (gemessen als Anzahl der positiven 3-Sigma-Änderungen im lokalen GPR Index) und den Beitrag zu globalen Krisen (gemessen als Ladung der standardisierten Änderungen im lokalen GPR Index auf die erste Hauptkomponente der Korrelationsmatrix).

# Performance? Absolut!

1 Top-Autor | 8 Asset-Klassen | 65 Sub-Asset-Klassen |  
über 600 Benchmarks im Vergleich | 179 Universen im Aktiv/Passiv-Vergleich

Ausgabe 06 2020 | ISSN 1868-1032

## Absolut|performance

Asset-Klassen-Analyse für institutionelle Investoren

06 2020

Neu!

Dr. Martin Moryson  
Chefwirtschaftler Europa  
DWS

- Equity Developed Markets
- Equity Emerging Markets
- Fixed Income Developed Markets
- Fixed Income Emerging Markets
- Real Assets
- Alternatives
- Factor Investing
- Sustainability
- Aktiv/Passiv-Vergleich

standpunkt

Die Nachhaltigkeitsfrage, oder: Wer soll das eigentlich alles bezahlen?

Die Verschuldung wird weltweit in Höhen gezogen, wie sie seit dem Zweiten Weltkrieg nicht gesehen haben. Staatschulden werden von den Einwohnern still gerufen – in der einen oder anderen Form abgebaut. Zusammenfassend: Wie kann das Fehlverhalten der Analyse dieser Frage hilft das „Bewusstsein der Staatsverschuldung“.

Die Staatsschuldquote (Schulden/BIP) sinkt mit dem Realizität, mit steigendem realen Wachstum zu geringeren Primärüberschüssen (E - GI) Schulden, A verringern die Staatsschuldquote effektiv. Es gibt also nur vier Möglichkeiten, die Schulden zu reduzieren bzw. handhabbar zu machen: Wachstum, Primärüberschüsse und Schuldenschnitt. Es will man auf jeden Fall vermeiden, da sie mit unvorhersehbar und gesetzlich festgelegten Folgen verbunden sind. Es bleiben also nur drei Wege übrig, die im Folgenden etwas genauer anschauen wollen.

Der elegante Weg: Wachstum

Der schmerzloseste Weg aus der Schuldenfalle führt über reales Wachstum. Je schneller das reale BIP desto schneller sinkt der relative Schuldenberg. gemessen muss dabei gut gehen, das Realwachstum größer ausfallen als der Realizität.

Schauen wir zunächst auf das Realwachstum. Es ist Wissen über die demografische Entwicklung. Auch die Produktivitätsentwicklung ist ein Faktor.

Hohes Wachstum“ möchte man für Kapitalmarktinvestoren langfristig sein.

1. Angelegte fiskalische Maßnahmen auslegen

- Entwerfen
- Entwerfen

Quelle: IMF, OECD, Eurostat, etc.

Die Chart zeigt jeweils die unterschiedlichen 12-Monats-Renditen und -volatilitäten der verschiedenen Strategien in Relation zur Large Cap. Die große Rendite konventioneller Strategien, in denen die Rendite der unterschiedlichen Strategien höher und die Volatilität geringer war als bei Large Cap. Allerdings sind die Renditen für Large Cap, in denen Large Cap eine höhere Rendite und geringere Volatilität erzielte.

- Startkapital (€ 24 Monate)
- Konstante Rendite

Strategie

Volatilität

Rendite

Die Chart zeigt Rendite und Risiko der unterschiedlichen Strategien über 36 Monate. Als Referenzpunkt dient die Performance von Large Cap.

- Mid Cap
- Small Cap
- Value
- Growth
- Dividend
- ESG
- Micro
- Macro
- Quality
- Monetary
- Absoluter Rendite
- Absoluter Risiko

Mit 2 Klicks zum Top-Quartile

www.absolut-research.de/ranking

Absolut|performance

Der neue Absolut|performance bietet einen noch nie dagewesenen Überblick zu Rendite und Risiko aller relevanten Asset-Klassen und Strategien.

Das Besondere: Traditionelle Indexkonzepte, die kapitalisierungsgewichtet aufgebaut sind, werden absolut und relativ mit anderen Strategie- und Indexkonzepten verglichen.

Über einen Aktiv/Passiv-Vergleich können institutionelle Investoren erkennen, ob aktive oder passive Fonds eine bessere Wertentwicklung aufwiesen und wie diese gegenüber der Marktbenchmark ausfiel.

**Aktuell – Umfassend – Unabhängig – Schnell**



Hier registrieren:  
[www.absolut-research.de/registrierung](http://www.absolut-research.de/registrierung)  
und die aktuelle Ausgabe gratis anfordern.

**Absolut**  
research

Kerneuropa, Russland, USA und Kanada besitzen historisch ein hohes Exposure zu globalen Krisen (wenig Diversifikation in der Krise zu erwarten). Andere Länder sind entweder besonders friedlich (Japan, Schweden, Norwegen) oder sind dauerhaft in lokale Konflikte verwickelt (Ukraine, Israel, Türkei). **ABBILDUNG 3** bestätigt indirekt die Cluster aus **ABBILDUNG 2**.

## Theorie: Wie findet der Krieg seinen Weg ins Portfolio?

In der Finanzökonomie unterscheidet man zwischen Cashflow-Faktor-(CF-) und Discount-Faktor-(DF-)Schocks. Man spricht von Schocks, weil damit neue und unerwartete Informationen für Zähler (Cashflows) oder Nenner (risikofreier Zins und/oder Risikoprämie) der Bewertungsgleichung gemeint sind. Campbell und Ammer (1993) haben gezeigt, dass DF-Schocks einen wesentlich höheren Anteil der Varianz an Aktienrenditen erklären. Sie sind also häufiger – aber sind sie auch schädlicher?

DF-Faktor-Schocks sind für den langfristigen Anleger weitestgehend transitorisch. Mit dem Anstieg der geforderten Risikoprämie sinken zwar die Kurse. Für den langfristigen Anleger hat sich dennoch wenig an seiner Position geändert. Zwar ist sein gegenwärtiges Vermögen gesunken, aber gleichzeitig hat sich die erwartete Rendite erhöht. Solange keine Auswirkungen auf die langfristigen Cashflows des Risikotitels zu sehen sind, ist die Endvermögensposition eines Langfristanlegers gleich geblieben. Sicher könnte man sich ärgern, nicht schon früher verkauft zu haben. Mit dem Ärgern sollte man aber noch etwas warten. Erst wenn der rechtzeitige Wiedereinstieg wieder gelingt, hat sich der Verkauf rückblickend gelohnt. Cochrane (2021) argumentiert daher, dass CF-Schocks das deutlich größere Risiko für einen Langfristanleger darstellen. Eine Reduktion der zukünftigen Cashflows um 10% reduziert sowohl das heutige Vermögen als auch das erwartete Endvermögen um 10%.

Um die Transmissionsmechanismen erhöhter geopolitischer Risiken zu beurteilen, müssen wir diese in DF- und CF-Schocks zerlegen, wobei manchmal die Grenzen fließend sind.

CF-relevant sind in erster Linie Zerstörung oder Beschlagnahme von Assets, veränderte Handelsflüsse (Embargo, fehlende Inputs aus Krisengebieten, fehlende Absatzmärkte), Kapitalflüsse (Portfolio oder Direktinvestitionen in Krisengebiete, Sanktionen, Nutzung des US-Dollar) und Rohstoffmärkte (Öl, Industriemetalle etc.).

DF-relevant sind Veränderungen im makroökonomischen Umfeld (Verschuldungsgrad, Inflationsdynamik, finanzielle Repression) und im Investorensentiment. Veränderungen im volkswirtschaftlichen Umfeld wirken am ehesten auf die Zinskurve (risikofreier Teil des DF), Sentiment eher auf Risikoprämien. Der Spruch „Das erste Opfer im Krieg ist das Sentiment.“ ist schwer von der Hand zu weisen.

Krieg stellt ein nicht versicherbares Hintergrundrisiko und dar und ist in der Praxis schwer zu diversifizieren (Zugangs-

und Enteignungsrisiko). Guiso und Paiella (2001) zeigen, dass mit steigenden Hintergrundrisiken auch die Risikoaversion und damit die geforderte Risikoprämie steigt. Entweder direkt oder als Folge von Vorsorgesparen. Wenn Haushalte sich neuen Einkommensrisiken gegenübersehen, werden diese ihre Engagements in riskanten Anlagen reduzieren.

Stark vereinfachend kann ich zusammenfassen: Je lokaler ein Konflikt, desto höher die Wahrscheinlichkeit, dass es sich (für die nicht direkt beteiligten Parteien) um einen DF-Schock handelt. CF-Schocks sind eher für globale und physisch ausgetragene Konflikte zu erwarten. Lokale Konflikte sind diversifizierbar, globale Konflikte nicht. Kriege, die auf heimischem Boden ausgetragen werden, stellen einen negativen CF-Schock dar, internationale Kriege eher einen positiven CF-Schock (expansive Fiskalpolitik).

## Anlagepraxis: Portfolios für Krieg und Frieden

Welche Portfolios eignen sich für Investoren, die in der Lage sind, zeitvariable Risikoprämien zu nutzen? Brune et al. (2015) konstruieren gedanklich ein Kriegs- und ein Friedensportfolio. Omar et al. (2017) zeigen, wie diese zu bestücken sind. Im Einklang mit einer Vielzahl empirischer Studien, zusammengefasst in Klement (2021), wird das Kriegsportfolio Staatsanleihen (nicht beteiligter oder militärisch besonders starker Länder), Rohstoffe (vor allem Öl) und laut wenigen Studien Gold enthalten. Das Friedensportfolio entspricht dem Portfolio mit dem besten Rendite-Risiko-Verhältnis, d.h., es enthält idealerweise auch Aktien und Alternatives.

Wie aber sollten Investoren zwischen diesen Portfolios wechseln? Hierzu muss man zwischen antizipierten und nicht antizipierten Kriegen unterscheiden.

Sind kriegerische Auseinandersetzungen erwartet (Beispiel: Irak-Krieg), fällt der Markt im Vorfeld der Auseinandersetzung und erholt sich gleich zu Kriegsbeginn mit der sich auflösenden Unsicherheit. Investoren überreagieren auf die schlechten Nachrichten eines aufziehenden Krieges. Diese Überreaktion wird nach Kriegsausbruch korrigiert. Es gibt keine noch schlechteren Nachrichten, auf die spekuliert werden könnte. Typischerweise ist in diesem Zeitfenster die Risikoaversion hoch, sodass nicht alle Marktteilnehmer diese zeitvariable Risikoprämie nutzen können. In Kriegen mit einem Prolog bieten im Vorfeld Bonds, Gold, Rohstoffe und Kasse Schutz, während Aktien und Unternehmensanleihen abverkauft werden.

Startet ein Krieg dagegen unerwartet (Beispiel: Invasion von Kuwait durch den Irak), fallen die globalen Preise für riskante Anlagen mit dem Ausbruch des Krieges stark. In diesem Fall ist es schwer, zu reagieren. Der Schaden im Portfolio ist bereits angerichtet. Solange es sich bei den Anpassungen in der Bewertung überwiegend um einen DF-Schock handelt, ist der Anleger gut beraten, nicht zu handeln.

Neben diesen allgemeinen Bemerkungen zur Portfoliozusammensetzung sollten Anleger die Erkenntnisse der „Behavioural Finance“ nutzen, um beliebte Anlagefehler zu

vermeiden. Tversky und Kahneman (1971) definieren das „law of small numbers“. Anleger neigen dazu, die jüngste Vergangenheit (d.h. eine sehr kleine Stichprobe) in ihrer Bedeutung zu hoch zu gewichten und extrapolieren die Gegenwart als die neue Zukunft. Stark ansteigende Risikoaversion führt dann oft zu Extremportfolios. In ihrem späteren (und bekanntesten) Werk zeigen Tversky und Kahneman (1979), dass Anleger die Wahrscheinlichkeit von extremen Ereignissen (gemeint sind Ereignisse mit geringer Eintrittswahrscheinlichkeit) überschätzen. Im Zusammenhang mit existenziellen geopolitischen Risiken (Atomkrieg) ist die Gefahr für beide Fehler besonders hoch. Im März 2022 gab es bereits einen Research-Anbieter in den USA, der die Wahrscheinlichkeit für einen Atomkrieg auf 10 % geschätzt hat.

## Empirie: Kurzfristige Kriegsfolgen

Wie haben in der Vergangenheit geopolitische Risiken auf Aktienmärkte gewirkt? Wir verwenden hierzu den täglichen GPR Index. Für neun geopolitische Risiken – zusammengefasst in der Tabelle in **ABBILDUNG 4** – berechnen wir in einem Zeitfenster von +/-60 Tagen den Zusammenhang zwischen der Höhe des GPR Index und den Renditen des S&P 500 über die jeweils folgenden 20 Tage.

Die Ergebnisse finden sich in **ABBILDUNG 5**. Für fast alle geopolitischen Krisen sehen wir für den S&P einen positiven Zusammenhang. Je höher der GPR Index, desto stärker fiel die Erholung über die nächsten 20 Tage aus. Die Ergebnisse weisen zwar darauf hin, dass sich Risikoprämien (in der Erwartung hoch, wenn auch der GPR hoch ist) relativ schnell wieder zurückbilden. Dennoch fehlen uns Kontrollvariablen, um den Effekt des GPR zu isolieren. Zudem sind alle Krisen für den überwiegenden Teil der Investorenmenschheit bislang glimpflich ausgegangen (Survivorship Bias).

## Survivorship Bias und Langfristfolgen

Die Ergebnisse militärischer Auseinandersetzungen sind selten vorhersehbar. Hätten beide Weltkriege oder der Kalte Krieg andere Sieger hervorgebracht, wäre die Weltordnung weniger liberal und der US-Markt hätte nicht die außergewöhnlich hohen Überschussrenditen (Aktienrendite minus risikofreie Rendite) der Vergangenheit erzielt.

Das Credit Suisse Yearbook (2022) errechnet 5,9% p.a. für den US-Markt und 3,8% für die Welt ohne USA im Zeitraum 1900 bis 2021. China, Russland und Deutschland erlitten in dieser Periode

Totalverluste. Krieg schadet vor allem den Verlierern durch Reparationszahlungen, Boykotte, Zerstörung von Assets, geschlossenem Zugang zum Kapitalmarkt etc. Welcher Investor wäre aber im Jahr 1900 in der Lage gewesen, die Weltgeschichte vorherzusehen? Realistischerweise kann man die realisierte Risikoprämie des erfolgreichsten „überlebenden“ Marktes (US-Aktien) nicht mit der erwarteten Risikoprämie gleichsetzen. Diversifikation in das globale Weltmarktportfolio (inkl. Emerging Markets) ist der beste Weg, Kriegsrisiken zu diversifizieren. Gerade europäische Anleger mit einem schwachen Militär werden in diesen Wochen rationalerweise ihre Diversifikation überprüfen.

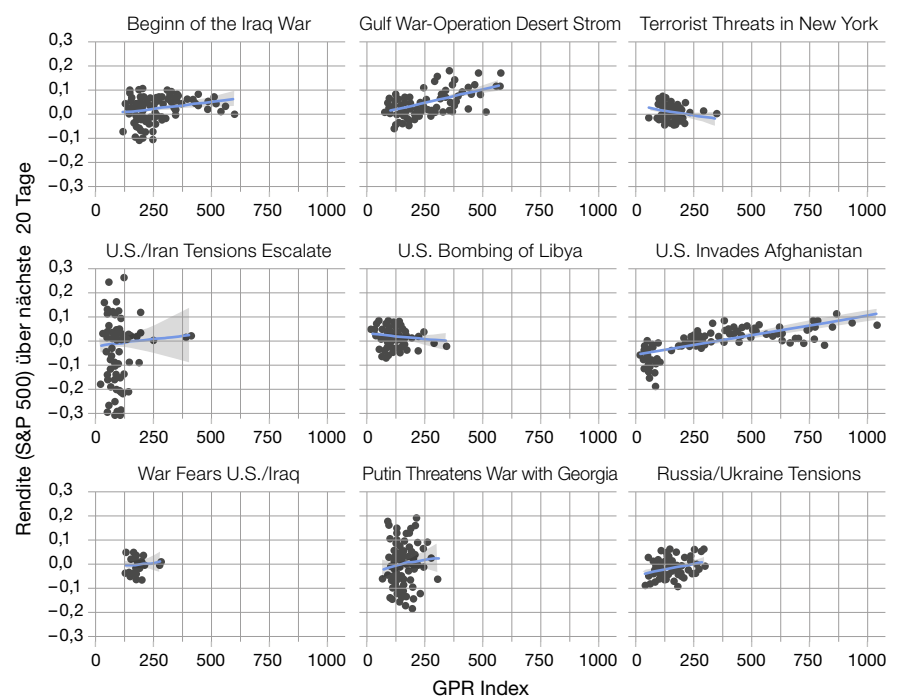
## 4 | Ausgewählte geopolitische Krisen

Datum	Krise
16.04.1986	U.S. Bombing of Libya
15.01.1991	Gulf War – Operation Desert Storm
03.10.2001	U.S. Invades Afghanistan
13.09.2002	Putin Threatens War with Georgia
14.02.2003	War Fears U.S./Iraq
21.03.2003	Beginning of the Iraq War
03.08.2004	Terrorist Threats in New York
07.01.2020	U.S. / Iran Tensions Escalate
25.02.2022	Russia / Ukraine Tensions

Geopolitische Krisen und ihr Ausbruchdatum gemäß der Klassifikation des GPR Index.

Quelle: [www.matteoiacoviello.com/](http://www.matteoiacoviello.com/)

## 5 | GPR und Folgerenditen für den S&P 500



Für neun geopolitische Risiken – zusammengefasst in Abbildung 4 – berechnen wir in einem Zeitfenster von +/-60 Tagen den Zusammenhang zwischen der Höhe des GPR Index und den Renditen des S&P 500 über die jeweils folgenden 20 Tage

Quellen: Caldara und Iacoviello (2018), Bloomberg, eigene Berechnungen (Stand: 24. März 2022)

Die hohen historischen Überschussrenditen des US-Marktes (Survivorship Bias) bilden in der Kapitalmarkttheorie die Ursache für das sogenannte „Risikoprämienrätsel“. Mehra und Prescott (1985) finden, dass realisierte Renditen nicht mit plausiblen Werten für die Risikoaversion von Investoren vereinbar sind. Schwankungen im Konsum sind zu wenig volatil, um Risikoprämien zu rechtfertigen (Investoren verlangen eine Prämie für Anlagen, die an Wert verlieren, wenn sie Geld am meisten benötigen, wenn also der Konsum niedrig ist). Barro (2006) hat dazu ein Gegenmodell entwickelt. Er formuliert die Rare Disaster Hypothesis (RDH): Investoren haben ex ante Kompensation für eine mögliche apokalyptische Konsumkontraktion gefordert. Dieses seltene Ereignis ist in den USA in der Historie nicht eingetreten (in Deutschland, Russland und China schon). Aufgrund dieser glücklichen (zu kleinen?) Stichprobe war die realisierte Rendite so viel höher. Das kann sich im 21. Jahrhundert ändern. Haben Philosophen noch optimistisch vom Ende der Geschichte (stabile ökonomische, soziale und politische Weltordnung) geschrieben, spricht der Harvard-Ökonom Luigi Zingales schon seit Beginn des Ukraine-Krieges vom „Restart of History“, also einem neuen offenen Konflikt über unsere Welt- und Gesellschaftsordnung. Risikoprämien dürften entsprechend der RDH angestiegen sein.

## Welche Schlüsse ziehen wir für den gegenwärtigen Konflikt in der Ukraine?

**Kurzfristig:** Solange die militärischen Auseinandersetzungen begrenzt bleiben, werden sich die Risikoprämien reduzieren, d.h., riskante Anlagen werden sich erholen. Dies führt ceteris paribus zu steigenden Märkten für riskante Anlagen. Anstiege in der Risikoaversion (DF-Schocks) sind bei militärischen Provokationen der Nato durch Russland oder bei einer Erhöhung der nuklearen Drohkulisse zu erwarten. Bleibt dies aus, wird das Narrativ der Vergangenheit (unsicherer Inflationspfad, Zinsanstieg, Unternehmensgewinne) in verstärkter Form an Bedeutung gewinnen.

**Langfristig:** Die langfristigen ökonomischen Verlierer des Konflikts sind unabhängig vom Kriegsausgang Russland (Sanktionen, Ausbleiben von Direktinvestitionen, Zugang zu Kapitalmärkten) und die Ukraine (Zerstörung von Assets und Infrastruktur). Ein Endspiel des Konfliktes ist nicht abzusehen. Die Szenarios reichen von einem isolierten Russland (Teheran an der Wolga) zu einem Regimewechsel mit unsicherem Ausgang (Russland 1917?) für Russland und die Welt. Vor allem bei Letzterem wird die Frage nach Reparationen aufkommen. Hier hat die Weltgemeinschaft keinen guten Track Record.

## Literaturverzeichnis

Omar, Ayman M. A./Wisniewski, Tomasz Piotr/Nolte, Sandra (2017): Diversifying away the risk of war and cross-border political crisis. In: *Energy Economics* 64, S. 494–510.

Barro, R. (2006): Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century. In: *Quarterly Journal of Economics* 121 (3), S. 823–866.

Brune, A./Hens, T./Rieger, M. O./Wang, Mei (2015): The war puzzle: contradictory effects of international conflicts on stock markets. In: *International Review of Economics* 62, S. 1–21.

Caldara, Dario/Iacoviello, Matteo (Februar 2018): Measuring Geopolitical Risk. (International Finance Discussion Paper No. 1222, verfügbar bei SSRN)

Campbell, John Y./Ammer, John Matthew (Juni 1991): What Moves the Stock and Bond Markets? A Variance Decomposition for Long-Term Asset Returns. (NBER Working Paper No. w3760, verfügbar bei SSRN)

Cochrane, John H. (Februar 2021): Portfolios for Long-Term Investors. (NBER Working Paper No. w28513, verfügbar bei SSRN)


Guiso, Luigi/Paiella, Monica (März 2001): Risk Aversion, Wealth and Background Risk. (verfügbar bei SSRN)

Klement J. (2021), *Geo-Economics: The Interplay between Geopolitics, Economics, and Investments*, CFA Institute

Mehra, Rajnish/Prescott, Edward C. (März 1985): The equity premium: A puzzle. In: *Journal of Monetary Economics* 15 (2), S. 145–161.

Tversky, Amos/Kahneman, Daniel (1979): Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. (University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship, verfügbar bei SSRN)

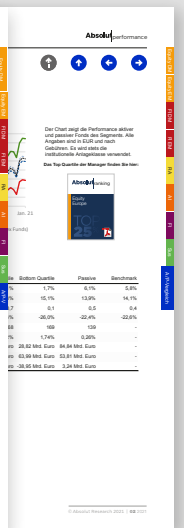
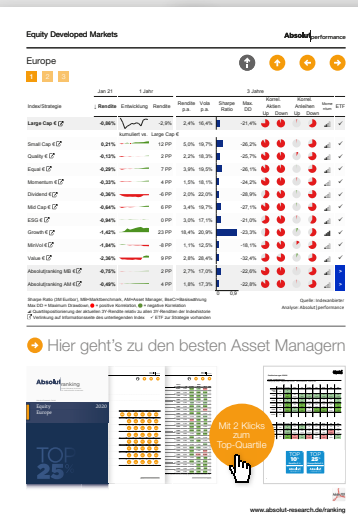
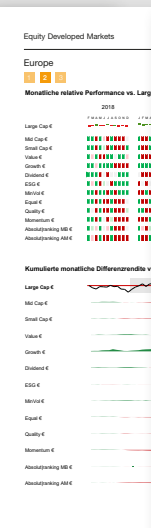
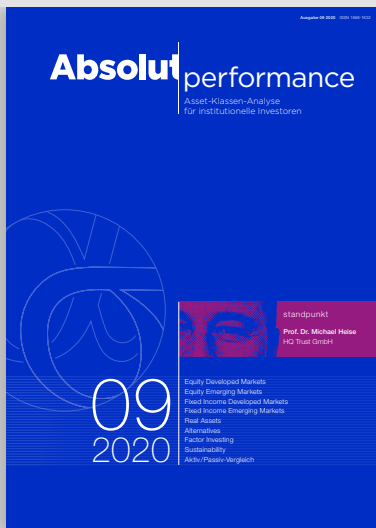
Tversky, Amos/Kahneman, Daniel (1971): Believe in the Law of Small Numbers. In: *Hebrew University of Jerusalem Psychological Bulletin* 76 (2), S. 105–110.

Hier gelangen Sie zu dem Analyseteil  
Absolut|performance 

# Absolut performance

Asset-Klassen-Analyse  
für institutionelle Investoren

## Die Performanceanalyse für alle Asset-Klassen – einzigartig und umfassend



### Inhalt

- ➔ **Standpunkt-Beitrag**  
Fachbeitrag eines renommierten Branchenexperten zu aktuellen Themen des Kapitalmarkts
- ➔ **Alle Asset-Klassen, 65 Sub-Asset-Klassen**
- ➔ **Investment-Strategien**
- ➔ **600 Benchmarkstrategien im Rendite-Risiko-Vergleich**
- ➔ **Aktiv/Passiv-Vergleich in mehr als 180 Strategieuniversen**

Beispiel-  
ausgabe  
anfordern!\*



[www.absolut-research.de/registrierung](http://www.absolut-research.de/registrierung)

\* Um die Beispielausgabe zu erhalten, registrieren Sie sich bitte auf unserer Online-Plattform.

