

Mai 2013



Toby Nangle
Head of Multi-Asset,
Threadneedle Investments

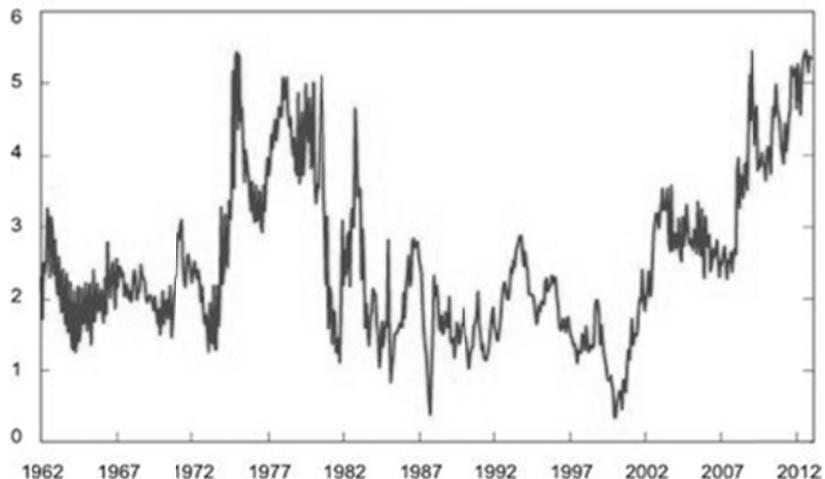
Einmaleins der Volkswirtschaft schlägt Einmaleins der Portfolioverwaltung

Die geistigen Grundlagen der Quantitativen Lockerung (QE) ruhen auf dem Begriff des „Portfolio-Balance-Effekts“, d.h. die Sättigung des Marktes mit staatlichen Angeboten für Staatsanleihen wird:

- a) Anleger zu anderen (risikoreicheren) Anlagen führen und
- b) die Markttrendite für diese Staatsanleihen sowie die gesamte Laufzeitstruktur der Zinssätze sinken lassen. Durch die Verringerung der Eigenkapitalkosten und die Erhöhung der Rücklagen der Banken erhofft man sich Investitionen in der Realwirtschaft. Dieser Ansatz stammt unmittelbar aus den Grundlagen der Volkswirtschaftslehre: Interaktion von Angebot, Nachfrage, Preis und Substitutionseffekt.

So weit, so gut. Wie die New York Federal Reserve Anfang Mai anmerkte, sind die Eigenkapitalrisikoprämien nach den meisten Maßstäben weiterhin sehr hoch (s.u. Abbildung 1). Da die implizierten Eigenkapitalkosten nicht parallel zu den Renditen festverzinslicher Wertpapiere drastisch gefallen sind, ist die Differenz zwischen den implizierten Eigenkapitalkosten und den risikofreien Renditen von Staatsanleihen (die Eigenkapitalrisikoprämie) gewachsen.

Abbildung 1: Schätzung der Eigenkapitalrisikoprämie durch die NY Federal Reserve, 1962-2012 (in Prozent, annualisiert)



Quellen: Berechnungen der Autoren; Barclays; Deutsche Bank; Duke/CFO Business Outlook Survey; Federal Reserve Board; Federal Reserve Bank of New York; Goldman Sachs; J.P. Morgan; Nomura; Center for Research in Security Prices; Federal Reserve Economic Data; Thomson Reuters; Websites von Aswath Damodaran (NYU), Kenneth French (Dartmouth), Amit Goyal (Universität Lausanne), Marlin Lettau (University of California at Berkeley), Robert Shiller (Yale).

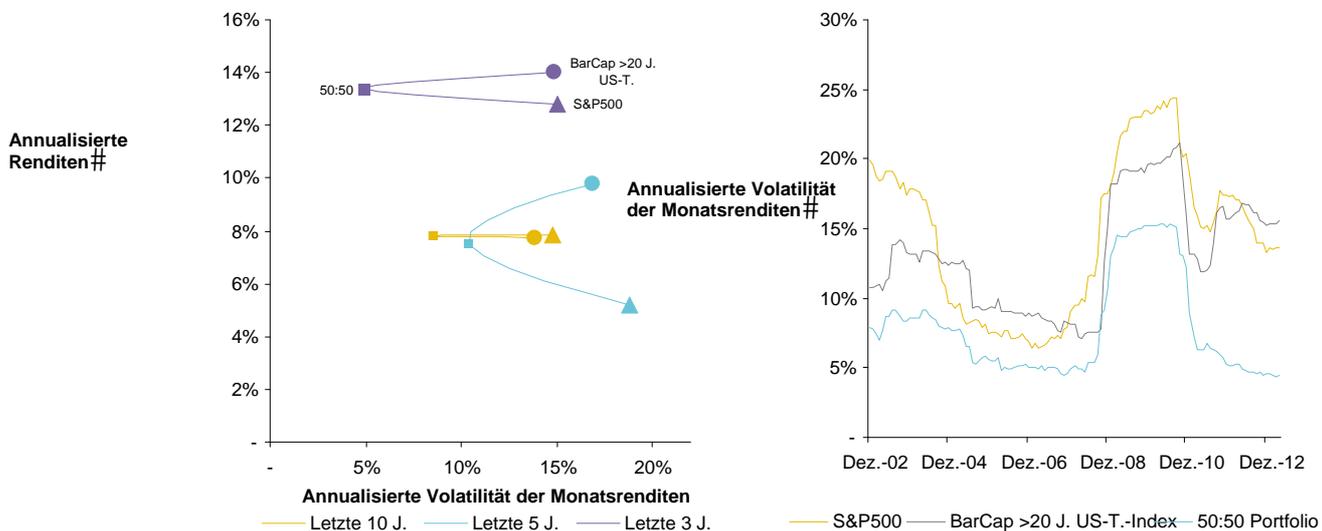
Quelle: <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2013/05/are-stocks-cheap-a-review-of-the-evidence.html>

Für den Anstieg der Risikoprämien gibt es zahlreiche Erklärungen: Die von Aktienanlegern vertretene Ansicht, wonach QE nur eine vorübergehende Lösung ist, sowie zwei Begleiterscheinungen dieser Politik, nämlich ein schwaches Konjunkturmilieu und ein starker und potenziell unhaltbarer Anstieg der Margen, den der Aktienmarkt i.A. ungern als dauerhaft bewertet, und das hohe Maß an politischer Unsicherheit.

Aus Sicht eines Vermögensallokations-Portfolioverwalters scheint man trotz dieser Vielzahl von Erklärungen einen wichtigen und offensichtlichen Punkt vergessen zu haben: Der Portfolio-Balance-Effekt basiert zum Teil auf der Annahme, dass Anleihen und Aktien um Kapital konkurrieren. Dies klingt in der Tat wie eine Annahme, die nicht einmal im Finanz-Grundkurs vorkommt, da man nicht allzu herablassend erscheinen will. Manche oder sogar viele Anleger sind womöglich der Ansicht, dass tatsächlich ein Konkurrenzkampf besteht: Eine sinkende Rendite von 30-jährigen US-Treasuries macht sie in Bezug auf die Gesamtrendite mit Sicherheit weniger attraktiv für Anleger als z.B. US-Aktien. Daher werden Anleger, wenn die Renditen fallen, vielleicht von Anleihen in Aktien umschichten, und die „Great Rotation“ wird schließlich Realität.

Obwohl ich seit nunmehr sechzehn Jahren im Asset Management tätig bin, habe ich jedoch noch nie einen großen, erfahrenen institutionellen Endanleger getroffen, der nicht fest davon überzeugt war, dass Aktien Anleihen über einen Anlagehorizont von fünf Jahren übertreffen. Außerdem war ich in den ersten zehn dieser sechzehn Jahre als Anleihenmanager für sämtliche oder einen Teil der Anleihenportfolios institutioneller Kunden verantwortlich! Dies wirft die Frage auf, warum Anleihenmandate überhaupt vergeben werden, wenn Kunden bei ihrer bevorzugten Anlageform nicht gleich aufs Ganze gehen könnten. Die Antwort ist natürlich, dass sie sich um die Volatilität ihrer Gesamt-Portfoliorenditen sorgen. Langfristige US-Treasuries sind als Anlage ebenso volatil wie ein Korb aus US-Aktien. Nimmt man sie jedoch zu einem Aktienportfolio hinzu, stellt man fest, dass die Portfoliovolatilität sinkt. Abbildung 2 unten zeigt die Ex-post-Effizienzgrenzen statischer Portfolios mit unterschiedlichen Anteilen an US-Aktien und langfristigen US-Treasuries in den letzten drei, fünf und zehn Jahren. Weder die Renditen noch die Volatilität sind stabil. Die wichtigste Aussage des Diagramms ist jedoch, dass ein voll investierter Anleger, der die Portfoliovolatilität minimieren wollte, die Gesamtvolatilität durch Anleihen verringern konnte. Mit anderen Worten: Eine Kombination aus diesen volatilen Anlagen ermöglichte ein niedrigeres Niveau an Gesamt-Portfoliovolatilität. Abbildung 3 unten zeigt die Volatilität über 24 Monate von 30-jährigen US-Treasuries, Aktien im S&P500 und eines Portfolios, das zu gleichen Teilen auf diese beiden Anlageformen verteilt ist. Auch hier ergibt sich, dass Anleihen Volatilitätsspitzen reduzieren.

Abbildung 2 und 3: Ex-post-Effizienzgrenzen von US-Aktien und -Anleihen, Standardabweichungen der Renditen über 24 Monate



Quelle: Quelle: Threadneedle & Bloomberg, 30. April 2013.

Je mehr Staatsanleihen ein Anleger besaß, desto mehr Aktien hätte er im Verhältnis zu seiner Risikotoleranz besitzen können. In dieser Hinsicht konkurrierten Staatsanleihen daher nicht mit Aktien um Kapital, sondern ergänzten die Anlage in Aktien. Sie stellten eine renditegenerierende Portfolioabsicherung dar (das Beste, was man sich wünschen kann). Diese Erkenntnis ist nicht revolutionär, sondern nur das Einmaleins der Portfolioverwaltung.

Da wir nun Staatsanleihen als ergänzende Anlagen oder Portfolioabsicherungen begreifen, können wir uns wieder den Folgen der QE zuwenden. Indem sie die Renditen auf Staatsanleihen bis auf ihr derzeitiges Niveau gesenkt haben, haben die Geldpolitiker *der Rolle der Staatsanleihen als wirksame Portfolioabsicherung praktisch ein Ende gesetzt*. Anleger können nun entscheiden, ob sie entweder ihre Risikoneigung strukturell verstärken und mehrere risikoreiche Anlagen halten (d.h. Vermögenswerte mit einer positiven Korrelation mit Aktien) oder ihre Barmittelpositionen erhöhen und weniger Aktien halten, als sie dies andernfalls tun würden, um das gleiche Niveau an Portfoliorisiko aufrechtzuerhalten.

Wie sollte man auf diese Erkenntnis reagieren? Ich habe immer noch meine Risikokontrollen (obwohl es rückschauend recht hilfreich gewesen wäre, sie abzuschaffen). Da die meisten Staatsanleihenmärkte der Industrieländer inzwischen aber meinem Portfolio kaum etwas einbringen, habe ich Staatsanleihen vollständig veräußert. Ich schätze Märkte, die versprechen, Aktienvolatilität durch eine positive Rendite wettzumachen, und nutze sie, um umfangreiche Engagements in den attraktivsten Aktienmärkten aufrechtzuerhalten. Unternehmensanleihen des High-Grade- und High-Yield-Segments sind ein guter Schutz, aber so populär, dass ich immer nervöser werde. Aber paradoxerweise werden Barmittel, die überhaupt keine Rendite bieten, immer attraktiver. Die Zentralbanken haben die Zinsen auf null zurückgefahren, um mich von solch schrecklichen Anlagen abzuhalten, aber die Alternative für volatilitätsbewusste Portfolios – Kernländer-Staatsanleihen mit einer Rendite von fast null – erscheint wegen des asymmetrischen Profils der Abwärtsrisiken für das Kapital, die man mit ihnen verbindet, weniger attraktiv.

Ich hoffe, dass sich das Einmaleins der Volkswirtschaft durchsetzt, wenn Wirtschaftswachstum hinzukommt, aber das Einmaleins der Portfolioverwaltung ist nicht hilfreich.

Die im Vorstehenden geäußerten Ansichten entsprechen unserer Sichtweise am 13. Mai 2013.

Wichtiger Hinweis

Ausschließlich für professionelle Anleger, nicht verbindlich für private Anleger Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Der Wert von Anlagen und etwaigen Erträgen daraus kann steigen oder fallen. Diese Veröffentlichungen dienen nur der allgemeinen Information; sie beinhalten kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten und stellen keine Empfehlungen oder Dienstleistungen dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Untersuchungs- und Analyseergebnisse wurden von Threadneedle Investments für die eigenen Anlageverwaltungstätigkeiten erstellt, wurden möglicherweise bereits vor der Veröffentlichung verwendet und werden hier lediglich als Hintergrundinformationen bereitgestellt. In diesem Dokument enthaltene Ansichten entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, können jedoch ohne Ankündigung geändert werden. Aus externen Quellen bezogene Informationen werden als zuverlässig angesehen, ihre Genauigkeit oder Vollständigkeit kann jedoch nicht garantiert werden. Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited. Eingetragen in England und Wales, Eintragsnummer: 573204. Eingetragener Sitz: 60 St Mary Axe, London EC3A 8JQ. Von der Financial Conduct Authority im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert. Herausgegeben in Hongkong von Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited („TPSHKL“). Eingetragener Sitz: Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Central, Hongkong. Eingetragen in Hongkong unter der Companies Ordinance (Kapitel 32), Nr. 173058. Zugelassen und reguliert in Hongkong von der Securities and Futures Commission. Wir weisen darauf hin, dass TPSHKL nur mit professionellen Anlegern in Hongkong im Sinne der Securities and Futures Ordinance handeln kann. Der Inhalt dieses Dokuments wurde von keiner Aufsichtsbehörde in Hongkong geprüft. Wir raten Ihnen, in Bezug auf das Angebot Vorsicht walten zu lassen. Wenn Sie Zweifel zum Inhalt dieses Dokuments haben, sollten Sie unabhängige fachliche Beratung in Anspruch nehmen. Herausgegeben in Singapur von Threadneedle Investments Singapore (Pte) Limited, 07-07 Winsland House 1, 3 Killiney Road, Singapur 239519. Bei jedem in diesem Dokument erwähnten Fonds handelt es sich um ein „Restricted Scheme“ in Singapur. Die Fonds sind nur für in Singapur Ansässige erhältlich, bei denen es sich um institutionelle Anleger gemäß Section 304 des SFA, relevante Personen gemäß Section 305(1) oder sonstige Personen gemäß Section 305(2) in Übereinstimmung mit den Bedingungen aller sonstigen anwendbaren Vorschriften des SFA handelt. Die Fonds von Threadneedle sind nicht von der Monetary Authority of Singapore (die „MAS“) zugelassen oder anerkannt und die Anteile dürfen Privatanlegern nicht angeboten werden. Dieses Dokument ist kein Verkaufsprospekt gemäß der Definition des SFA. Daher findet keine gesetzliche Haftung unter dem SFA in Bezug auf den Inhalt von Verkaufsprospekten Anwendung. Threadneedle Investments ist ein Markenname; sowohl der Name Threadneedle Investments als auch das Logo sind Markenzeichen oder eingetragene Markenzeichen des Threadneedle-Konzerns.

Diese Veröffentlichungen enthalten vorausschauende Erklärungen, einschließlich Vorhersagen der künftigen wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen. Weder Threadneedle noch seine Direktoren, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter geben eine Stellungnahme, Gewährleistung, Garantie oder sonstige Zusicherung dazu ab, dass diese vorausschauenden Erklärungen sich als richtig erweisen werden.

Herausgegeben in den USA von Threadneedle International Limited („TINTL“), einer Anlageverwaltungsgesellschaft mit Sitz im Vereinigten Königreich, die Finanzdienstleistungen für private und institutionelle Anleger erbringt. TINTL ist als Anlageberatungsgesellschaft bei der U.S. Securities and Exchange Commission registriert und wurde von der UK Financial Conduct Authority zugelassen und wird von dieser bei der Durchführung des Anlagegeschäfts im Vereinigten Königreich beaufsichtigt.