

Globale Perspektiven



VIERTELJÄHRLICHES UPDATE DES CIO – Q3 2015

IN DIESER
AUSGABE:

DEMOGRAFISCHE ENTWICKLUNG – UNAUFHALTSAMER
WANDEL, UNVERMEIDBARES ERGEBNIS?

Global CIO Colin Moore

WAS, WENN NIEDRIGE ZINSEN NICHT DIE FOLGE VON
SCHWACHEM WIRTSCHAFTSWACHSTUM WÄREN?

CIO EMEA und Global Head of Equities Mark Burgess

AUF DER SUCHE NACH LIQUIDITÄT AN DEN RENTENMÄRKTEN

Global Head of Fixed Income Jim Cielinski

SCHWERPUNKTTHEMA PRODUKTIVITÄT

Global Head of Research Robert McConnaughey

DEMOGRAFISCHE ENTWICKLUNG – UNAUFHALTSAMER WANDEL, UNVERMEIDBARES ERGEBNIS?



Colin Moore
Global Chief
Investment Officer

- Der demografische Wandel wird sich wahrscheinlich tiefgreifend auf die Finanzmärkte auswirken. Investoren können anhand einer demografischen Analyse ermitteln, in welchen Bereichen sich weitere Research-Aktivitäten am meisten lohnen.
- Im Investmentgeschäft wird sich dieser Wandel am deutlichsten bei traditionellen Asset-Allocation-Modellen bemerkbar machen: Diese Modelle dürften bald weniger auf Ländern, sondern vielmehr auf dem Engagement in demografischen Trends basieren.
- In einer Welt, die vor wachstumsbedingten Herausforderungen steht, werden bessere Investmentlösungen immer wichtiger. Somit werden zunehmend detaillierte demografische Analysen herangezogen, um die besten Chancen zu ermitteln.

Niemand kann die demografische Entwicklung ignorieren

Geopolitische Risiken sind allgegenwärtig, ziehen die Aufmerksamkeit der Medien auf sich und schüren die Angst der Anleger. Doch an den Finanzmärkten machen sich diese Risiken trotzdem selten über längere Zeit bemerkbar. Über den demografischen Wandel wird in den Medien dagegen kaum berichtet, er wird die Finanzmärkte jedoch maßgeblich beeinflussen. Rob Arnott, der Gründer von Research Affiliates, befasste sich vor Kurzem in einem Interview mit dem Anlegermagazin Barron's mit der Auswirkung demografischer Trends:

„Die demografische Entwicklung ist das Schwerpunktthema, an dem die Makroökonomie und die Kapitalmärkte nicht vorbeikommen. Im 20. Jahrhundert, insbesondere in der zweiten Hälfte des Jahrhunderts, entwickelte sich die demografische Bevölkerungsstruktur in den Industrieländern vorteilhaft. Die Sterblichkeitsrate ging deutlich zurück, die Menschen konnten somit länger arbeiten. Die Geburtenrate ging deutlich zurück, Familien mussten also für weniger Kinder aufkommen. Auch die Unterstützungsquote war besser, also das Verhältnis von Erwerbstätigen zu Nicht-Erwerbstätigen, einschließlich Kindern. Gleichzeitig mussten weniger ältere Menschen unterstützt werden, denn die Menschen lebten zwar länger, aber es gab noch nicht so viele alte Menschen. Die demografischen Gegebenheiten waren also so gut wie nie zuvor in der Geschichte der Menschheit. Dies setzte Unternehmergeist, Innovationen und Erfindungsreichtum frei und führte zu raschem Produktivitätswachstum. Der Wachstumsaufschwung, der mit der industriellen Revolution eingesetzt hatte, dauerte auch im elektronischen Zeitalter an, ausgelöst durch Computer und das Internet.“

Die Analyse der demografischen Bedingungen eines Landes oder einer Region kann einen aussagekräftigen Indikator für das mögliche Wirtschaftswachstum eines Landes darstellen. Aber sind diese Trends so unaufhaltsam, dass sie an den Finanzmärkten in vollem Umfang eingepreist sind? Um diese Frage zu beantworten, wollen wir überlegen, wie wir demografische Trends und die mögliche Auswirkung für Investoren analysieren sollten.

Analyse demografischer Trends

Demografische Untersuchungen konzentrieren sich in der Regel auf Altersklassen. Für Investoren könnten jedoch andere strukturelle Veränderungen von Bevölkerungsgruppen und ihrer Verhaltensweisen von größerer Bedeutung sein. Natürlich sollten wir uns auf die Investmentchancen konzentrieren, bei denen sich diese Veränderungen am positivsten auswirken dürften. Bei der traditionellen Asset-Allocation stehen oft die Zinsen und das BIP-Wachstum eines Landes und die Gewinne der in diesem Land angesiedelten Unternehmen im Mittelpunkt. Gelegentlich fließen auch demografische Trends in die Überlegungen ein, zum Beispiel wird untersucht, wie das Verhältnis von älteren zu jüngeren Einwohnern eines Landes aussieht und/oder ob das Lohnwachstum steigt oder rückläufig ist. Wichtig ist aber auch, wie die Löhne und Einkommen ausgegeben oder angespart werden. Ein weiterer entscheidender Faktor ist das Wachstum einer bestimmten ethnischen Gruppe innerhalb eines Landes. Man denke nur an die hispanische Bevölkerung in den USA. Die US-Bevölkerung altert, aber eine Investmentstrategie, die dieses Thema nur in seiner Gesamtheit berücksichtigt und die Auswirkungen einer jungen und wachsenden hispanischen Bevölkerungsgruppe außer Acht lässt, wird wahrscheinlich eine Investmentchance verpassen.

Die Konzentration auf Altersklassen zieht oft eine Diskussion über Abhängigkeitsquotienten nach sich. Der Abhängigkeitsquotient drückt das prozentuale Verhältnis der wirtschaftlich abhängigen Altersklassen zum produktiven Teil einer Bevölkerung aus. Dabei sind die wirtschaftlich Abhängigen definiert als die Personen, die noch nicht bzw. nicht mehr im erwerbsfähigen Alter sind (Kinder und ältere Personen). Als produktiver Teil der Bevölkerung gelten hingegen die Menschen im erwerbsfähigen Alter. Ein Quotient von 1,2 bedeutet, dass auf zehn erwerbsfähige zwölf nicht erwerbsfähige Menschen kommen.

$$\text{Gesamtabhängigkeitsquotient} = \frac{\text{(Anzahl Personen unter 15 Jahren und über 65 Jahre)}}{\text{(Anzahl Personen im Alter von 15-65 Jahren)}}$$

Wenn der Quotient steigt, könnte der produktive Teil der Bevölkerung immer größere Schwierigkeiten haben, die Sozialleistungen, sonstigen Leistungen und Pensionen des abhängigen Teils der Bevölkerung zu finanzieren. Daraus ergeben sich direkte Auswirkungen auf und möglicherweise Konflikte über

nationale Haushalte, Steuern, Sozialleistungen, den politischen Einfluss und Ausgabemuster.

Dies ist eine vereinfachende Analyse. Sie berücksichtigt nicht, dass viele Menschen im Alter von 14 bis 65 Jahren tatsächlich wirtschaftlich abhängig sind, viele über 65-Jährige dagegen wirtschaftlich produktiv bleiben. Studenten, Menschen, die eine Invaliditätsrente erhalten, Langzeitarbeitslose (diejenigen, die die Arbeitssuche aufgegeben haben), Arbeitnehmer, die sich vorzeitig oder aber erst später aus dem Berufsleben zurückziehen, und Eltern, die sich zu Hause um ihre Kinder kümmern – all das sind Beispiele für Menschen, die vom Gesamtabhängigkeitsquotienten nicht adäquat erfasst werden.

Der reale (oder effektive) Abhängigkeitsquotient untersucht das Verhältnis der produktiven Erwerbstätigen, unabhängig von ihrer Altersklasse, zu den wirtschaftlich Abhängigen, ebenfalls ohne Berücksichtigung des Alters.

Bei dieser Definition rückt für Investoren eine wachsende, aktive Erwerbsbevölkerung in den Mittelpunkt, denn diese dürfte ein stärkeres BIP-Wachstum ermöglichen als eine schrumpfende Erwerbsbevölkerung. Allerdings ist diese Definition zu weit gefasst, als dass sie für Investoren wirklich nützlich sein kann. Wir müssen auch den Faktor Produktivität (der je nach Altersklasse stark schwanken kann) in die Gleichung einbeziehen. Wenn diese Gruppen erstmals oder erneut erwerbstätig werden und von der abhängigen in die produktive Bevölkerungsgruppe wechseln, dürften sie auch das BIP steigern. Im Laufe der Zeit erhöht sich ihre Produktivität. Damit wächst ihr BIP-Beitrag weiter an, bevor sie dann schließlich in den Ruhestand gehen (allerdings nicht unbedingt mit 60 bis 65 Jahren). Bemerkenswert ist, dass Investoren Vorteile oder Nachteile von der Veränderung der Wachstumsrate und nicht vom absoluten Niveau der Wirtschaftsleistung oder der Gewinne haben. Wenn wir also die Altersklassen der produktiven Erwerbsbevölkerung im Zusammenhang mit dem Potenzial der Produktivitätssteigerung je Altersklasse betrachten, dann erhalten wir genauere Einblicke in die Veränderung des Wirtschaftswachstums. Die Produktivitätssteigerungsraten basieren auf verschiedenen Annahmen. Zum Beispiel geht man davon aus, dass neue, wachsende, aktive Erwerbsgruppen gut ausgebildet und gesund sind und über die grundlegenden Instrumente und die Infrastruktur zur Verrichtung ihrer Arbeit verfügen. Wenn die staatliche und die Unternehmenspolitik auf diese Annahmen abgestimmt sind, dann dürfte eine große Gruppe junger, gesunder, gut ausgebildeter Arbeitnehmer, die ins Erwerbsleben eintreten, zunächst das BIP steigern, denn der Umfang und die Produktivität aktiver Arbeitnehmer nehmen zu.

Jüngere, aktive Arbeitnehmer tragen in der Regel überproportional viel zum Produktivitätswachstum bei. Menschen über 65 beanspruchen hingegen meistens einen unverhältnismäßig hohen Anteil an den Ausgaben der öffentlichen Hand, zum Beispiel bei den Ausgaben für das Gesundheitswesen. Somit weist die gewichtete Unterstützungsquote wirtschaftlich abhängigen Personen über 65 Jahren eine stärkere Gewichtung zu.

Demografische Studien bezeichnen die Auswirkung all dieser Faktoren oft als „demografische Dividende“. Sie kann aber auch negativ sein, wenn letztlich Umfang und Produktivität ihren Höhepunkt erreichen und der Produktionszuwachs abnimmt. Zu beachten ist dabei, dass wir vom Höhepunkt der Wachstumsrate der Produktion sprechen. Dieser kann zu einem anderen Zeitpunkt eintreten als der Höhepunkt der Gesamtproduktion.

Für ihre Definition von Alterung nimmt die Weltbank in ihrem Bericht „Golden Aging“ Bezug auf die Arbeit von Warren Sanderson und Sergei Scherbov, Forscher am Internationalen Institut für angewandte Systemanalyse (IIASA). Ihrer Ansicht nach sollte man unter Umständen neue Maßstäbe für Alterung anwenden, die die zunehmende Lebenserwartung und die sinkenden Arbeitsunfähigkeitsraten berücksichtigen. Dann würde die Alterung vieler Bevölkerungen langsamer verlaufen, als derzeit ausgehend von konventionellen Maßstäben, die rein auf dem chronologischen Alter basieren, angenommen wird. Anders ausgedrückt: Viele der düsteren Prognosen zur Alterung von Bevölkerungen könnten übertrieben sein:

„Ein Großteil der Fachliteratur zu diesem Thema verfolgt einen einfachen und daher klaren und überzeugenden Ansatz. Dieser besteht in Szenarien, bei denen altersspezifische Niveau- oder Verhältnisangaben zu Humankapital, Erwerbsbeteiligung und Ersparnissen konstant gehalten werden (auf dem aktuellen Niveau oder unter Weiterführung früherer Trends), während die Bevölkerung altert. Bei derartigen Szenarien steigt der Altersabhängigkeitsquotient, die Pro-Kopf-Leistung sinkt dagegen rapide. Umlagesysteme für Transfers zwischen den Generationen werden entweder finanziell nicht mehr tragbar oder werden den Anforderungen nicht mehr gerecht. Generell gesprochen wird ein Rückgang der Sozialleistungen unvermeidlich.

Diese Prognosen eines drohenden Kollapses aufgrund der Alterung der Bevölkerung mögen wegen ihrer Einfachheit und ihrer scheinbaren Unausweichlichkeit Anklang finden, sie sind jedoch wahrscheinlich übertrieben, so wie bereits die Prognosen von Maltus (1798) und aller seiner Nachfolger (zum Beispiel die des Club of Rome und der Weltbank in den 1970ern). In anderen Werken der Fachliteratur zu diesem Thema heißt es, dass diese pessimistische Einstellung nicht gerechtfertigt ist, wenn zwei wichtige Faktoren vollständig und angemessen berücksichtigt werden:

- (1) die Wechselwirkungen zwischen Arbeit und anderen Produktionsfaktoren sowie
- (2) die Verhaltensreaktionen auf Veränderungen der demografischen Struktur einer Bevölkerung.

Diese Chance, Human- und physisches Kapital und damit letztlich die Produktivität für die kleineren Gruppen jüngerer Menschen zu stärken, wird in einigen, jedoch nicht in allen Ländern wahrgenommen. Erfolg haben die Länder, denen es gelingt, die komplexe politische Ökonomie älterer Gesellschaften zu bewältigen, in denen der starke politische Einfluss älterer Menschen dazu führt, dass hohe und oft nicht mehr bezahlbare Altersleistungen beibehalten werden, anstatt in Bildung zu investieren.

Die mögliche Auswirkung für Investoren

Investoren sollten überlegen, wie sie von den vorteilhaftesten demografischen Trends profitieren können. Allerdings ergeben aktuelle Empfehlungen zu diesem Thema oft eine ziemlich traditionelle, länderbasierte Asset-Allocation. Aufgrund der traditionellen Analysen von Abhängigkeitsquotienten kommt es regelmäßig zu einer Übergewichtung von Schwellenländern und einer Untergewichtung von Industrie-/ alternden Ländern. Das ist kein schlechter Ausgangspunkt, man muss die Analyse jedoch fortführen. Dafür gibt es zwei Gründe:

- a) Effiziente Märkte haben die offensichtlicheren Trends wahrscheinlich zumindest teilweise eingepreist.
- b) Wir haben die wichtigen Nuancen der Abhängigkeitsquotienten angesprochen. Die realen Chancen sind also jenseits traditioneller, länderbasierter Definitionen von Investmentkategorien zu finden.

Der erste Punkt erklärt sich weitgehend von selbst, deshalb werden wir uns auf den zweiten Punkt konzentrieren. In diesem Artikel verweisen wir auf wichtige Verfeinerungen bei Analysen des Wachstums von Produktion und Einkommen, ausgehend von altersbasierten demografischen Strukturen. Diese Verfeinerungen beziehen sich auf das Sterblichkeits- und Morbiditätsniveau sowie auf die Verfügbarkeit von Gesundheits- und Bildungswesen und Infrastruktur (einschließlich Kommunikationstechnologie). Außerdem führen Veränderungen des Einkommensniveaus und des Alters generell dazu, dass Menschen ihr Geld für andere Dinge ausgeben.

Es liegt auf der Hand, dass eine alternde Bevölkerung mehr medizinische Leistungen benötigt, daher entfällt seit einiger Zeit ein erheblicher Teil der Research-Aktivitäten auf Biotechnologie- und Pharmaunternehmen. Wenn wir das Tempo altersbedingter demografischer Trends kompensieren wollen, müssen wir das potenzielle Produktionsniveau älterer Arbeitnehmer beibehalten und uns wahrscheinlich mit dem Gedanken anfreunden, dass Menschen auch noch mit 70 oder vielleicht sogar 80 Jahren arbeiten werden. Daher muss einerseits weiter in Möglichkeiten der Behandlung von Krankheiten investiert werden, gleichzeitig gewinnt aber das Thema „Wellness“ zunehmend an

Bedeutung, denn die Aufmerksamkeit verlagert sich weg von „Mortalität“ hin zu „Vitalität“.

Rohstoffe generell und insbesondere Energie werden zunehmend knapper. Die Weltbevölkerung wächst, damit steigt auch die Nachfrage nach Gütern. Als offensichtliche Investmentmöglichkeiten bieten sich somit Energie- und Bergbauunternehmen an. Die Verteilung von Bevölkerungen und Einkommen (und die Knappheit traditioneller Rohstoffe) wird zur beschleunigten Erschließung neuer Energiequellen und alternativer Baumaterialien führen. Jüngere Menschen in Schwellenländern wünschen sich besseren Wohnraum. Dieser Wunsch wird teilweise durch leichtere, flexible Baumaterialien und die Versorgung durch lokale Energiequellen erfüllt. Schwere Baustoffe und die Versorgung durch große Energienetze gehören mehr und mehr der Vergangenheit an. Ältere Menschen, die es sich leisten können, gestalten ihren Wohnraum so, dass er ihren Bedürfnissen entspricht. Das betrifft einerseits das Design des Gebäudes (wenige Stufen, leichter Zugang zum Badezimmer, usw.), aber auch die gute Erreichbarkeit von Dienstleistungen wie Gesundheitsversorgung und Sicherheit.

Zwar nimmt der Altersdurchschnitt der Weltbevölkerung zu, aber es gibt immer noch viele junge Menschen. Allerdings leben sie nicht dort, wo sich derzeit die Nachfragezentren befinden.

Somit ist das Wachstum von Infrastruktur ein entscheidender Faktor, nicht nur zur Unterstützung der Entwicklung der lokalen Wirtschaft, sondern auch zur Überbrückung der Kluft bei der Verteilung von Wohlstand, Nachfrage und Erwerbsbevölkerung. Dies betrifft viele verschiedene Infrastrukturbereiche, zum Beispiel sauberes Wasser, Nahverkehr und Kommunikation. Wenn man nicht davon ausgeht, dass sich die weltweite Einwanderungspolitik grundlegend verändert, dann wird man kaum Möglichkeiten sehen, wie sich junge Menschen und Nachfrage zusammenbringen lassen. Auch müssten die kulturellen Folgen einer Massenabwanderung berücksichtigt werden. Technologie und Verkehrsinfrastruktur, die es ermöglichen, die Arbeit anstatt der Menschen zu verlagern, bieten vielversprechende Möglichkeiten. Die zunehmende Verbreitung von High-Speed-Internet, technologische Fortschritte und Entwicklungen wie der 3D-Druck können den Zugang jüngerer Arbeitnehmern in abgelegenen Regionen zu Arbeitsmöglichkeiten verbessern. Gleichzeitig können ältere Arbeitnehmer und pflegende Familienangehörige in entwickelten Regionen angesiedelt bleiben. Daraus ergeben sich wichtige Folgen für den realen Abhängigkeitsquotienten. Die Möglichkeit, aktive Arbeitnehmer grenzübergreifend einzusetzen und außerdem auch die Menschen, die auf Pflegekräfte angewiesen sind und kaum zur Arbeit pendeln können, im Erwerbsleben zu halten, kann unser Verständnis von Abhängigkeitsquotienten maßgeblich verändern.

Bildung (und auch Umschulung) ist für die Steigerung der Produktivität unerlässlich. Somit ist Bildung auch traditionell einer der Bereiche in Industrie- und Schwellenländern, die am stärksten wachsen. Da demografische Trends die staatlichen Haushalte zunehmend belasten, sollte der steigende Bildungsbedarf eine Gelegenheit für entsprechend regulierte gewinnorientierte Leistungen bieten. Es ist jedoch nicht klar, ob derartige Leistungen auf den öffentlichen Wertpapiermärkten eine große Gelegenheit darstellen werden.

Länder müssen aufgrund verschiedener demografischer Trends jedes Jahr einen größeren prozentualen Anteil ihrer Einnahmen für öffentliche Leistungen ausgeben. Wir können nur hoffen, dass sich die Regierungen den schwierigen Fragen stellen, die sich aus dieser Belastung der öffentlichen Haushalte ergeben. Allerdings deckt sich die Last nicht voll und ganz mit den traditionellen Definitionen von Industrie- und Schwellenländern. Länder mit weniger großzügigen Leistungen, darunter die USA und verschiedene Schwellenländer, stehen weniger stark unter Druck als manche europäische Länder wie Frankreich. Dagegen gilt China sowohl als Schwellen- und gleichzeitig auch als rasch alterndes Land, eine Folge der Ein-Kind-Politik. Die chinesische Regierung will die Sparquote im Land absenken und so das Wachstum steigern, dies lässt sich jedoch in der Regel bei mangelhaften Sozialleistungen kaum erreichen. Die Auswirkung demografischer Trends auf Zinsen muss jedoch sorgfältig geprüft werden. Werden schwächeres Wachstumspotenzial und steigende

Anforderungen im Bereich der Sozialleistungen weltweit zu generell höheren Zinsen führen? Oder werden sich nur die Zinsunterschiede zwischen den relativen Gewinnern und Verlierern vergrößern?

Die Automobilbranche ist ein interessantes Beispiel. Wenn die Einkommen steigen, kaufen Menschen in der Regel höherwertige Fahrzeuge. Dies führt jedoch zur Frage der Asset-Allocation nach traditionellen länderbasierten Definitionen. Ist Toyota ein japanisches Unternehmen? Sind BMW und Volkswagen deutsche Unternehmen? Betrachtet man sich nur das Land, in dem diese Unternehmen ihren Hauptsitz haben, dann lautet die Antwort natürlich Ja. Wenn Investoren jedoch Erträge erzielen, indem sie die Veränderungen des Wachstumspotenzials beurteilen, dann könnten diese Unternehmen auch als chinesisch oder indisch angesehen werden, denn auf diesen Ländern beruht schließlich die demografiebedingte Nachfrage nach den Produkten der Unternehmen.

Demografische Untersuchungen legen nahe, dass sich das Verhalten von Investoren verändert. Viele Menschen interessieren sich zunehmend für die allgemeine Auswirkung von Wirtschaftsaktivitäten, nicht nur für die finanziellen Gewinne, die sich daraus ergeben. Sozial und ökologisch bewusstes Investieren ist ein langfristiger Wachstumstrend, der durch die Ansichten und Einstellungen der jüngeren Generation unterstützt wird. Das heißt, Vermögensverwalter und -berater müssen die sozialen und unmittelbaren ökologischen Auswirkungen und die Nachhaltigkeit berücksichtigen, wenn sie Investmentmöglichkeiten für diese Klienten prüfen. Auch die Einstellung der Investoren zu Risiko ändert sich, daher wird der Volatilität immer mehr Aufmerksamkeit geschenkt und nicht mehr nur der Rendite.

Meine Schlussfolgerung lautet, dass Anleger anhand einer demografischen Analyse ermitteln können, in welchen Bereichen sich weitere Research-Aktivitäten am meisten lohnen. Die Analyse darf sich nicht einfach nur auf Altersklassen beschränken, sondern muss viel detaillierter konzipiert sein. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse können dafür sehr wertvoll sein. Im Investmentgeschäft wird sich dieser Wandel am deutlichsten bei traditionellen Asset-Allocation-Modellen bemerkbar machen: Diese Modelle dürften bald weniger auf Ländern, sondern vielmehr auf dem Engagement in demografischen Trends basieren. Der Wandel wird sich nicht abrupt vollziehen, denn viele Berater, Pensionsfonds und Vermögensverwalter sind stark in länderbasierten Modellen engagiert. Doch in einer Welt, die vor wachstumsbedingten Herausforderungen steht, werden bessere Investmentlösungen immer wichtiger. Somit werden zunehmend detaillierte demografische Analysen herangezogen, um die besten Chancen zu ermitteln.

WAS, WENN NIEDRIGE ZINSEN NICHT DIE FOLGE VON SCHWACHEM WIRTSCHAFTSWACHSTUM WÄREN?



Mark Burgess
CIO EMEA und Global
Head of Equities

Niedrige Zinsen werden in der Regel auf schwaches Wirtschaftswachstum zurückgeführt.

Aber was wäre, wenn es einen anderen Grund gäbe? Eine Erklärung für niedrige Zinsen ist die Globalisierung, insbesondere die Globalisierung der Arbeitsmärkte. Das Angebot an billigen Arbeitskräften ist schon seit einiger Zeit groß. Unternehmen haben somit wenig oder gar keinen Anreiz, Arbeitskraft durch Kapital zu ersetzen. Die Nachfrage nach Kapital ist verhalten, daher verharren die Zinsen auf niedrigem Niveau, denn das Kapital muss nicht rationiert werden.

Was heißt das für die Märkte? Einfach ausgedrückt haben niedrige Zinsen in den letzten 30 Jahren Anleihen und Aktien erheblichen Auftrieb beschert.

Wenn in Wirklichkeit billige Arbeitskraft und nicht schwaches Wachstum die Ursache für niedrige Realzinsen ist, dann könnte dies erhebliche Auswirkungen auf alle Investmentkategorien haben, denn China nähert sich dem Lewis-Wendepunkt. An diesem Punkt ist das Angebot billiger Arbeitskräfte aus ländlichen Regionen erschöpft.

In den letzten Monaten wurde viel über den Zeitpunkt der ersten Leitzinserhöhung durch die US-Notenbank geschrieben. Aber vielleicht sollten sich vor allem langfristig orientierte Investoren gar nicht so sehr auf dieses Thema konzentrieren. Was wäre, wenn die Zinsen durch andere Faktoren als die offensichtlichen Variablen Wachstum und Inflation nach unten gedrückt wurden?

Natürlich werden manche die Frage stellen, warum sich Investoren überhaupt mit diesem Thema befassen sollten. Schließlich ist das makroökonomische „große Ganze“ nicht so wichtig, wenn in einem Portfolio zur richtigen Zeit die richtigen Aktien und Anleihen gehalten werden, oder etwa nicht?

Leider ist es nicht so einfach. Alle Investitionen, ob nun in Anleihen oder Aktien oder in Sachwerte, lassen sich auf eine Reihe von Cashflows reduzieren: die Couponzahlungen aus der Anleihe und dann eine Schlusszahlung, wenn die Anleihe getilgt wird, oder die zukünftigen Gewinne, die Aktieninvestoren als Dividenden ausgezahlt werden. Um heute den Wert dieser zukünftigen Cashflows zu ermitteln, müssen wir eine Art „Diskontsatz“ heranziehen. Daher sind Zinsen so wichtig, und daher lieben Wirtschaftswissenschaftler dieses Thema auch so sehr.

Der vorherrschenden Meinung zufolge sind die Zinsen niedrig, weil das Wirtschaftswachstum – insbesondere in den Industrienationen – seit einiger Zeit schwach ist. Niedrige Zinsen bedeuten niedrige Diskontsätze, und das schafft positive Bedingungen für Aktien- und Anleihemärkte. Das ist sicherlich eine praktische – und leicht verständliche – Erklärung für die Frage, warum sich

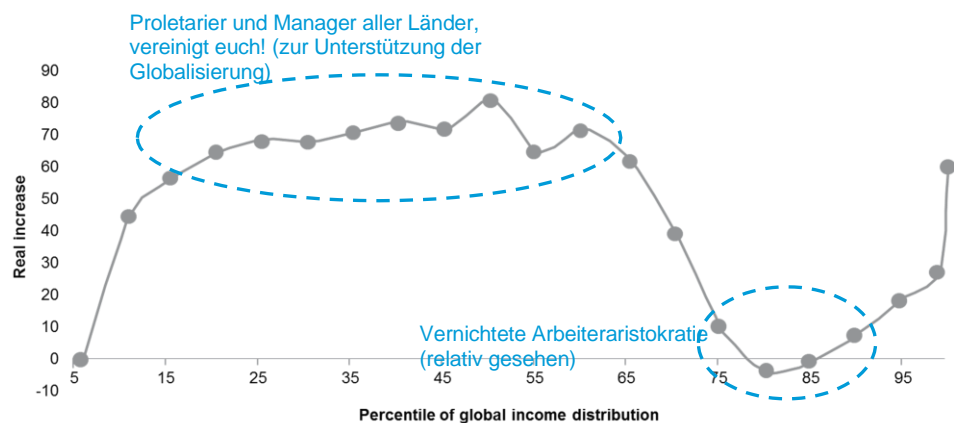
Aktien und Anleihen in den letzten Jahren so gut entwickelt haben.

Mein Kollege Toby Nangle veröffentlichte vor Kurzem einen sehr interessanten Artikel, der das derzeitige Niedrigzinsumfeld ganz anders erklärte. Im Wesentlichen sind die Zinsen niedrig, weil die Arbeitskräfte in den Industrienationen ihre Preissetzungsmacht verloren haben. Als die Arbeitskräfte diese Macht noch hatten (d. h. stark gewerkschaftlich organisiert oder durch andere Eintrittsbarrieren geschützt waren), hatten Unternehmen starke Anreize, in Kapital (zum Beispiel Maschinen) zu investieren, um diese Arbeitskräfte durch Kapital zu ersetzen. Wenn Arbeitskräfte und Kapital nur begrenzt

verfügbar sind, dann steigen dadurch die Kapitalkosten. Doch aufgrund der Globalisierung haben die Arbeitskräfte ihre Preissetzungsmacht verloren. Damit ist auch der Anreiz gesunken, Arbeitskräfte durch Kapital zu ersetzen. Anders ausgedrückt: Warum sollte ein Unternehmen 1 Million Pfund in einen neuen Roboter investieren, wenn Arbeiter in China die gleiche Arbeit für 100.000 Pfund verrichten können und das Unternehmen die Differenz einstreichen kann? Die Folge ist natürlich, dass die Nachfrage nach Kapital zurückgegangen ist, und diese geringere Nachfrage lässt auch die Kapitalkosten sinken. Das wiederum zieht niedrige Zinsen nach sich – die, wie wir oben gesehen haben, für die Ermittlung der Renditen von Anlagekategorien entscheidend sind.

Die wirklichen Verlierer in diesem Szenario der letzten 30 Jahre sieht man in der folgenden Grafik: die stark gewerkschaftlich organisierten und gut ausgebildeten Facharbeiter in den Industrienationen. Lenin bezeichnete diese Gruppe als die „Arbeiteraristokratie“, und die Arbeiteraristokraten spüren die Auswirkungen der Globalisierung deutlich stärker als andere Einkommensgruppen.

Abb. 1: Veränderung des Realeinkommens (1988-2008) an verschiedenen Perzentilen der globalen Einkommensverteilung (2005 Kaufkraftparität, in USD)



Quelle: Milanovic (2012).

Natürlich sind die Auswirkungen der Globalisierung nicht nur auf den Arbeitsmärkten zu spüren. Dank des Internets lässt sich mit nur wenigen Mausklicks der günstigste Preis für alles finden. Selbst wenn man ein Unikat erwerben will oder ein Produkt genau auf die eigenen Anforderungen zugeschnitten sein soll, dann lässt sich leicht auch dafür das billigste Angebot finden, auch dann, wenn der Hersteller seinen Firmensitz auf der anderen Seite der Erde hat.

Damit beeinflussen Verbraucher nicht nur die Art und Weise, wie Unternehmen arbeiten, sie erwarten inzwischen auch, 24 Stunden am Tag und sieben Tage in der Woche den günstigsten Preis abrufen zu können. Dies ist möglich, weil vor allem in Schwellenländern reichlich billige Arbeitskräfte zur Verfügung stehen. Die Daten legen jedoch den Schluss nahe, dass China irgendwann

zwischen 2019 und 2025 den Lewis-Wendepunkt erreichen wird. Die Löhne werden steigen, und viele Grenz- oder Billigerzeuger werden ohne Preiserhöhungen oder Kapitalinvestitionen nicht überleben können.

Wenn China in der Wertschöpfungskette aufsteigt und die Löhne anziehen, könnten Indien oder Lateinamerika oder Afrika die Lücke füllen, dies ist jedoch keineswegs sicher (vor allem, wenn populistische wirtschaftspolitische Maßnahmen umgesetzt werden). Außerdem herrschen bei Afrika auch Sorgen hinsichtlich der Unternehmensführung. Das „Onshoring“, also die Inlandsverlagerung von Arbeit, scheint ebenfalls keine Option zu sein: In Großbritannien legt der derzeitige Verlauf der Arbeitslosenquote den Schluss nahe, dass die Arbeitslosenquote 2019 ein Niveau von 0% erreichen wird. Ein Jahr später dürften die USA folgen.

Sollte es wirklich zutreffen, dass die Realzinsen durch die Globalisierung der Arbeitsmärkte auf ihren derzeitigen niedrigen Stand gedrückt wurden, dann hat das tiefgreifende Auswirkungen auf die Asset-Allocation. Aktien können höhere Diskontsätze bis zu einem gewissen Grad unbeschadet überstehen (vor allem, wenn Gewinne und Dividenden ordentlich wachsen). Für Anleihen gilt dies jedoch nicht, höhere Diskontsätze fressen den Barwert der bekannten Cashflows auf. Aber aus welchem Blickwinkel man die Lage auch betrachtet, die Zeit des „Investment-Nirwanas“, als Investoren mit Anleihen *und* Aktien hohe Renditen erwirtschaften konnten, scheint sich ihrem Ende zu nähern. Investoren können sich dieser Herausforderung stellen, indem sie sich bei der Asset-Allocation für einen dynamischen, aktiven und uneingeschränkten Ansatz entscheiden und eine Nullgewichtung lang laufender Vermögenswerte mit festen Cashflows wählen.



Jim Cielinski
Global Head of Fixed Income

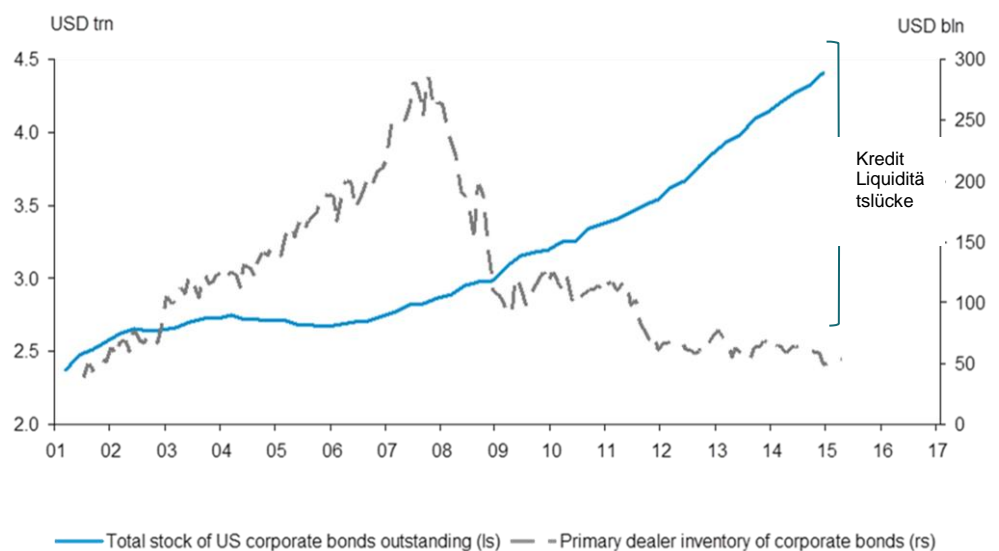
AUF DER SUCHE NACH LIQUIDITÄT AN DEN RENTENMÄRKTEN

- Die Liquidität an den Rentenmärkten nimmt aus vielerlei Gründen ab. Dies ist kein Vorzeichen für eine Krise, erhöht aber das Risiko, wenn Politiker mit einer Straffung der Zinszügel liebäugeln.
- Der einzige vernünftige Ansatz besteht darin, den Mangel an Liquidität anzuerkennen, angemessen damit umzugehen und sicherzustellen, dass es eine ausreichende Entschädigung für die Illiquidität gibt.
- In einer weniger liquiden Welt sind abrupte Marktverschiebungen wahrscheinlich. Gleichzeitig werden Transaktionen bei solchen Verschiebungen immer teurer. In diesem Umfeld haben flexible Anleger einen Vorteil.
- Die Marktinfrastruktur, das Risikomanagement und die Investmentansätze müssen sich an die geringere Liquidität anpassen. Investoren sollten die Illiquidität als Gefahr, aber auch als mögliche Renditequelle sehen.

Auf den Rentenmärkten nehmen die Liquiditätsprobleme zu, das ist aber kein neues Phänomen. Die ersten Risse tauchten schon vor der weltweiten Finanzkrise 2008 auf. Inzwischen ist das Thema jedoch zweifellos stärker in den Mittelpunkt gerückt, da die US-Notenbank immer häufiger Leitzinserhöhungen ins Spiel bringt und die Volatilität an den Märkten zunimmt. Wird dieser Liquiditätszyklus ein böses Ende nehmen? Viele der Annahmen, die einer solchen Beurteilung zugrunde liegen, lassen sich schlicht und ergreifend nicht beweisen. Politiker, Vermögensverwalter und Investoren sind alle besorgt – und das aus gutem Grund.

Zahlreiche Faktoren haben zu dem Problem beigetragen. So haben sich zum Beispiel die Rentenmärkte in den letzten fünf Jahren aufgebläht. Allein im Segment der Unternehmensanleihen, in dem der Liquiditätsdruck am deutlichsten zutage tritt, hat der Markt seine Größe fast verdoppelt. In den USA ist das Volumen der Unternehmenskredite von 2,75 Billionen US-Dollar im Jahr 2008 auf heute 4,4 Billionen US-Dollar angeschwollen. Der Markt ist deutlich schneller gewachsen als die gehandelten Volumina. Außerdem haben Händler keine Anreize, einen ausreichend großen Bestand an Anleihen zu halten, um als eine Art „Stoßdämpfer“ für den Markt zu fungieren. Händler halten heute nicht mehr Unternehmensanleihen als vor zehn Jahren, und gemessen an der Marktkapitalisierung befindet sich der Bestand jetzt auf einem Rekordtief. Und auch das Verhalten der Investoren hat sich verändert. In den letzten Jahren sind Investmentfonds und ETFs zunehmend populär geworden. Immer mehr Anleger setzen auf eine Momentum-Strategie, und die Asset-Allocation wird immer aggressiver. Daher weisen die Kapitalzu- und -abflüsse bei diesen Produkten ein hohes Maß an Korrelation auf. Wenn viele Anleger gleichzeitig identisch handeln, könnten die Märkte unter einer massiven Liquiditätsknappheit leiden.

Abb. 1: Die Kredit-Liquiditätslücke



Total stock of US corporate bonds outstanding (ls)	Gesamtbestand an im Umlauf befindlichen US-Unternehmensanleihen (links)
Primary dealer inventory of corporate bonds (rs)	Primärhändler-Bestand an Unternehmensanleihen (rechts)
USD trn	In Bio. USD
USD bln	In Mrd. USD

Quelle: FRB, Haver Analytics, DB Global Markets Research.

Realitätscheck

Over-the-Counter-Märkte dieser Größe benötigen Market Maker mit erheblichem Markteinfluss, und genau daran mangelt es offensichtlich dem Markt für Unternehmensanleihen. Manche sehen die Schuld bei der Regulierung. Es ist inzwischen deutlich teurer, riskante Vermögenswerte im Bestand zu halten, denn die Regulierungsbehörden haben Vorschriften erlassen, um die systemischen Risiken von Banken und Brokern zu begrenzen. Den meisten Schätzungen zufolge ist es inzwischen vier- bis fünfmal teurer, die Liquidität am Sekundärmarkt durch einen entsprechenden Bestand an Vermögenswerten zu gewährleisten. Market Maker werden somit im Endeffekt durch die Kosten aus dem Geschäft gedrängt.

Es stimmt, dass Händler aufgrund der neu erlassenen Vorschriften Anleihepositionen nicht mehr so einfach halten können. Allerdings wäre es unglaublich, dies als die Grundursache der Liquiditätsprobleme anzusehen. Hohe Bestände verringern nicht die Liquiditätsprobleme, sondern verschlimmern sie vielmehr. Die kompetent steigende Zahl von

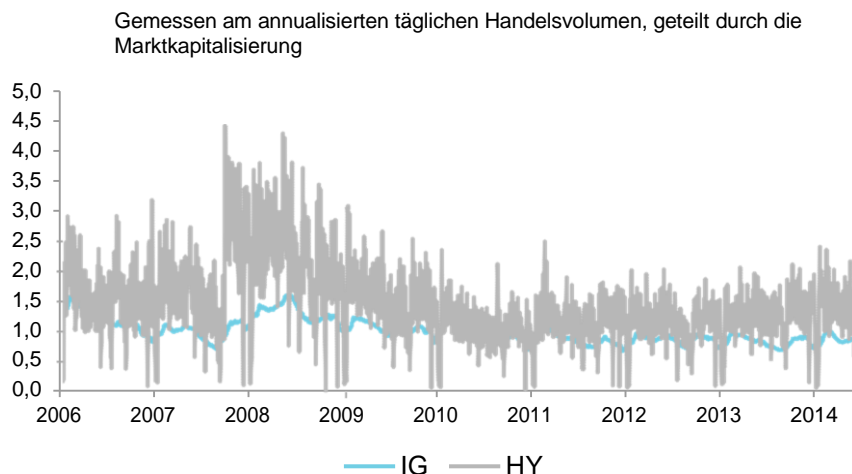
Handelspositionen im Vorfeld der Krise – und der anschließende Zusammenbruch – trugen maßgeblich zum drastischen Rückgang der Liquidität im Jahr 2008 bei. Außerdem würden Bestände, die das Zwei- bis Dreifache des heutigen Niveaus erreichen, weniger als 3 Prozent der Marktkapitalisierung ausmachen. Damit könnten sie eine Liquiditätskrise niemals verhindern.

Die Marktinfrastruktur hatte keine Chance, mit dem immensen Wachstum Schritt zu halten, das durch die vorhandene Liquidität ausgelöst worden war. Zentralbanken haben seit 2008 mehr als 4 Billionen US-Dollar in die weltweiten Märkte gepumpt, weit mehr, als für den Privatsektor möglich war. Nach eigenen Angaben der Zentralbanken sollte dies teilweise die Märkte bewusst verzerren, die Preise von Vermögenswerten erhöhen und die Liquidität und die Kreditschöpfung anfachen. Politiker und Investoren haben ein komplexes Gebilde geschaffen, das sich schwer wieder zurückbauen lassen wird, wenn die Liquidität erst einmal abgezogen wird. Genau das ist heute das Kernproblem für die Märkte, und die Politik hat nach wie vor das Steuer in der Hand.

Liquidität lässt sich definieren als die Fähigkeit, einen Vermögenswert zu einem bekannten Preis, in einer angemessenen Menge und einem angemessenem Zeitraum zu kaufen oder zu verkaufen. Damit sind zwei Komponenten erfasst – Marktbreite und Markttiefe. Die *Marktbreite* lässt sich am besten an den Bid-Offer-Spreads und an den Handelsvolumina ablesen, außerdem an der Möglichkeit, mit Papieren von weniger liquiden Emittenten zu handeln. Die *Markttiefe* zeigt an, wie gut große Transaktionen durchgeführt werden können. Marktteilnehmer wollen beides, aber in einer Liquiditätskrise dürfte die Markttiefe die Schuldige sein.

Der Marktumsatz ist tatsächlich zurückgegangen, wie man in der folgenden Grafik sieht. Die Märkte waren also nicht in der Lage, mit dem Marktwachstum Schritt zu halten.

Abb. 2: Umsatz mit US-Staatsanleihen



Quelle: Finra Trace, Bloomberg, Juni 2015.

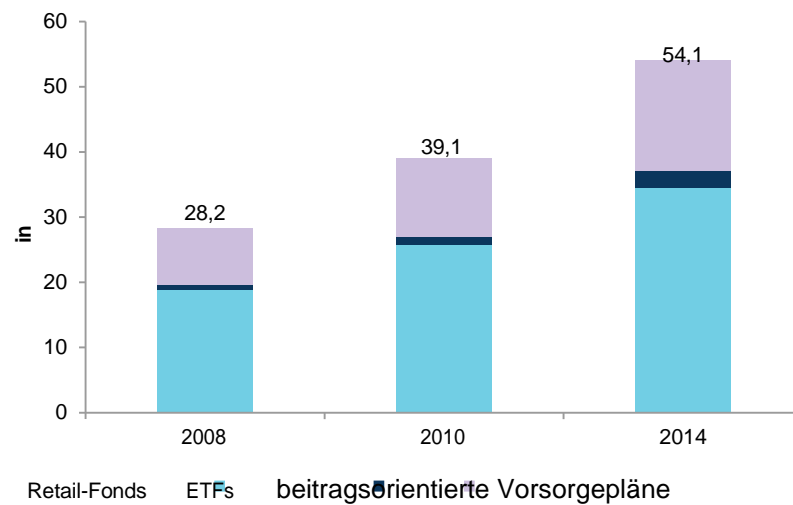
Aktuell liegt der Umsatz bei Investment-Grade- und High-Yield-Papieren immer noch etwa 40 Prozent bzw. 20 Prozent unter dem Vorkrisenniveau. Dies bekräftigt unsere Ansicht, dass Investment-Grade-Titel im Zentrum der Liquiditätssorgen stehen – der Markt ist riesengroß und zeigt bislang noch keine Verbesserung seines Liquiditätsprofils.

Die gesamten Handelsvolumina zeichnen ein anderes Bild. Der Handel mit Investment-Grade- und High-Yield-Anleihen hat gegenüber dem Vorkrisenniveau um 45 Prozent bzw. 55 Prozent zugelegt. Doch in beiden Fällen ist der durchschnittliche Transaktionsumfang zurückgegangen, er liegt 37 Prozent unter

dem Niveau von 2007. Aus Risikosicht bedeuten größere Bid-Offer-Spreads höhere Kosten und mehr Aufwand. Es besteht jedoch ein entscheidender Unterschied zwischen einem höheren Liquiditätsaufschlag und einer Liquiditätskrise.

Das Unvermögen, große Transaktionen auszuführen, ist beunruhigend. Käme es tatsächlich zu einer Liquiditätskrise, würde sie höchstwahrscheinlich einsetzen, wenn die Politik die Liquiditätszügel genau dann wieder strafft, wenn sich Investoren aus riskanten Mischfonds zurückziehen. Die Fondsgesellschaften müssten dann erhebliche Rücknahmen verkraften.

Das Ausmaß des potenziellen Problems darf nicht auf die leichte Schulter genommen werden. Die folgende Abbildung 3 verdeutlicht den Pool der Vermögenswerte, die aktuell kurzfristige Liquiditätsprobleme auslösen könnten. Der Großteil dieser Vermögenswerte im Volumen von über 50 Billionen US-Dollar steckt in Produkten, die tägliche Rücknahmen gestatten. Der tatsächliche monetäre Wert solcher kurzfristiger Kündigungen spiegelt sich darin jedoch nicht ausreichend wider, denn bei gesondert geführten Konten („Segregated Accounts“) und leistungsorientierten Vorsorgeplänen („Defined Benefit Plans“) wäre ein solcher Schritt theoretisch ebenfalls möglich.

Abb. 3: Wachstum der rückzahlbaren Fonds, in Bio. USD

Quelle: Morgan Stanley, Oliver Wyman, Juni 2015.

Beruhigen könnte dabei die Tatsache, dass in früheren Krisenzeiten selbst in den am stärksten betroffenen Sektoren nur Abflüsse von 4 bis 6 Prozent der Vermögenswerte zu verzeichnen waren. Dennoch wäre ein breit angelegter Abzug eines solchen prozentualen Ausmaßes äußerst schmerzlich, vor allem bei festverzinslichen Papieren.

Wie sollen Investoren also vorgehen?

Aufsichtsbehörden und Politiker haben in den letzten fünf Jahren das ihrer jeweiligen Ansicht nach Nötige getan, um das Funktionieren der Märkte und Volkswirtschaften zu sichern. Dazu haben die Aufsichtsbehörden unter anderem strengere Auflagen für Banken und Broker/Händler erlassen. Damit wollen sie verhindern, dass die Größe und Vernetzung von Risiken zu einer Gefahr für das gesamte System wird. Die Politik kämpft dagegen mit einer massiven Liquiditätszufuhr unermüdlich gegen Niedrigwachstum und Inflation. Es ist fast so, als ob die Politik immer mehr Menschen in ein immer größeres Stadion zwingen will, während die Aufsichtsbehörden gleichzeitig alle Ausgänge bis auf einen verschließen. Dies dürfte kaum ein gutes Ende nehmen.

Der Verlauf der Entwicklung ist nicht allzu entscheidend, denn die Auswirkungen bleiben gleich. Das Liquiditätsrisiko wird von den traditionellen Risikonehmern auf Vermögensverwalter und Endinvestoren übertragen. Dies lässt nur einen Schluss zu – das Risiko muss gemanagt werden.

Vermögensverwalter und Investoren haben dabei mehrere Möglichkeiten:

- Sie können dafür sorgen, dass sie die Faktoren verstehen, die den Liquiditätszyklus antreiben, und diese Erkenntnisse dann in ihren Investmentprozess einfließen lassen.
- Sie können das Liquiditätsrisiko steuern, aber auch versuchen, Alpha aus der Liquidität zu erzielen.
- Sie können sich auf größere Volatilität vorbereiten.
- Sie können interne Kontrollmechanismen und Verfahren konzipieren, um Fondsinvestoren zu schützen und Liquiditätsrisiken zu steuern.

- Sie können neue Lösungen für Fondsmanagement-Techniken und die Marktinfrastruktur suchen.

Liquidität ist ein maßgeblicher Faktor der Marktrenditen.

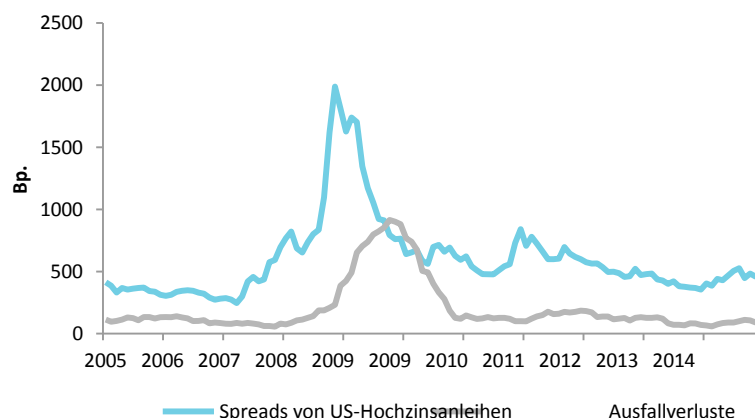
Liquiditätsverschiebungen treten zwischen Zentralbanken, Verbrauchern und Unternehmen auf. Dies beeinflusst sowohl die relative als auch die absolute Entwicklung von Volkswirtschaften und Märkten. Besonders wichtig ist dabei die hohe Korrelation zwischen den Gesamtverschiebungen der weltweiten Liquidität und den Marktzyklen. Liquiditätsereignisse treten nicht einfach so ein.

Gelegentlich werden sie durch exogene Ereignisse ausgelöst, sind dann aber in der Regel von kurzer Dauer, es sei denn, das Liquiditätsumfeld verschlechtert sich. Investoren wären gut beraten, einen größeren Teil ihrer Research-Ausgaben darauf zu verwenden, diese Liquiditätsdynamik zu verstehen, denn diese dürfte oft als guter Frühindikator für andere Konjunkturindikatoren dienen.

Aktuell spricht der globale Liquiditätszyklus nach wie vor für eine gewisse Risikobereitschaft, aber die Trends nehmen ab. Sollte die US-Notenbank wie von uns erwartet die Leitzinsen erhöhen, dürfte dies nicht ausreichen, um eine Lockerung der Zinszügel in anderen Teilen der Welt zu kompensieren. Damit dürfte der Zyklus zu einem Ende kommen. Schließlich wechselt die US-Notenbank nur von einer ultra-lockeren zu einer lockeren Geldpolitik. Die Märkte wären jedoch töricht, wenn sie dies nicht als wichtigen ersten Schritt in einer Entwicklung sehen würden, die sich irgendwann als der Wendepunkt herausstellen wird.

Wenn die Märkte auch nur im Entferntesten effizient sind, dann sollte man eine Entschädigung für Liquiditätsrisiken erwarten können. Es wird Phasen geben, in denen das Liquiditätsrisiko erhebliche Überschussrenditen generiert. Zu anderen Zeiten wird das Risiko zu niedrig bepreist sein. Es wäre nicht gerade klug, das Liquiditätsrisiko wo immer möglich zu minimieren, ohne zu beurteilen, ob sich eine angemessene Entschädigung erzielen lässt. Es gibt viele Möglichkeiten, die Entschädigung für Liquiditätsrisiken zu beurteilen. Ein einfacher, wenn auch etwas undifferenzierter Ansatz besteht darin, zu beurteilen, ob die Kredit-Spreads das Niveau der Ausfallverluste überkompensieren oder nicht. Dies ist in der folgenden Abbildung dargestellt.

Abb. 4: Prämienaufschlag bei Spreads ggü. Ausfallverlusten



Quelle: Merrill Lynch, Bloomberg, Juni 2015.

Die Differenz, oder der Aufschlag, kann als Entschädigung für das Liquiditätsrisiko angesehen werden. Dieser Vergleich bezieht sich zwangsläufig auf Zahlen der Vergangenheit. Ausgefeiltere, zukunftsgerichtete Modelle zeichnen jedoch ein ähnliches Bild. Investoren, die sich in Hochzinspapieren engagiert haben, werden derzeit für Ausfallverluste entschädigt. Die Spreads sind jedoch nicht übermäßig attraktiv, und die Liquiditätsaufschläge liegen leicht unter dem Durchschnitt.

Investoren müssen sich anpassen und Marktliquidität anbieten, anstatt sie nur zu nutzen. Die Eigentümer der stabilsten verfügbaren Pools von Vermögenswerten, die in der Lage sind, liquiditätsbedingte starke Preisanstiege zu nutzen, werden reichlich belohnt werden. Die Schwierigkeiten, die 2015 bei vielen Momentum-Strategien auftraten, sind wahrscheinlich Vorbote zukünftiger Entwicklungen. In einer Welt mit weniger Liquidität sind abrupte Marktverschiebungen nicht nur wahrscheinlicher, sie werden auch die Transaktionen verteuern. In diesem Umfeld genießen flexible Investoren einen Vorteil.

Zentralbanken unterdrücken die Volatilität nicht länger, sondern fachen sie sogar noch an. Wenn Überschussliquidität weltweit zeitgleich und transparent bereitgestellt wird, dann führt dies zu geringerer Volatilität. Gefährlicher ist ein Auseinanderdriften der geldpolitischen Maßnahmen, dies können wir 2015 beobachten. Die Volatilität wird sich weiter auf hohem Niveau bewegen. Die Kausalität zwischen Volatilität und Liquidität wird weiterhin nur eine Vermutung bleiben. Man kann jedoch sicher davon ausgehen, dass alle Reaktionen durch diese beiden Faktoren verstärkt werden. Nicht alle großen Marktbewegungen werden sich mit geringer Liquidität begründen lassen, aber geringe Liquidität dürfte dafür verantwortlich gemacht werden. Vieles davon ist jedoch einfach der normale Reifungsverlauf des Marktzyklus.

Eine umfassendere Antwort ist nötig

Das Ausmaß des Problems erfordert mehr als nur Änderungen der Research-Aktivitäten und des Investmentprozesses. Kontrollmechanismen und Verfahren im Hinblick auf Investment-Vehikel sind ebenso wichtig wie ein tiefgreifendes Verständnis für den Kundenstamm. Für das Management dieses Risikos gewinnen verschiedene Instrumente an Bedeutung, darunter Liquiditäts-Stresstests, Liquiditäts-Scoring und die Anwendung von Swing Pricing-Verfahren bei erheblichen Zu- und Abflüssen. Bei Fonds müssen Investmentmanager neue Möglichkeiten finden, um sich in riskanten Anlagen zu engagieren, die liquider sein könnten als andere. Die Risikobudgets müssen möglicherweise aufgestockt werden, um ein stärker diversifiziertes Portfolio sicherzustellen. Das Risikomanagement muss über traditionelle Methoden hinausgehen und muss die schwerwiegenden Folgen berücksichtigen, die oft mit Liquiditätsereignissen einhergehen und Korrelationsspitzen erzeugen. Rücksprachen mit dem Kunden sind unerlässlich, denn nur so ist gewährleistet, dass die Liquiditätsrisiken verschiedener Produkte klar verstanden werden. Manche Kunden könnten sich aufgrund dieser Informationen für andere Produkte und Investmentmöglichkeiten entscheiden. Vermögensverwalter müssen auch die Kapazität bei Produkten, die illiquide, umfangreich oder beides sind, besser rationieren. Und zuletzt müssen sie mehr in die Menschen und Instrumente investieren, die für rasche und effiziente Transaktionen unabdingbar sind.

Auch die Marktinfrastruktur muss angepasst werden. Die Ausgestaltung des Over-the-Counter-Marktes für Unternehmensanleihen ist angesichts der Größe des Marktes schlicht veraltet. Es gibt jedoch keine einfachen und raschen Lösungen. Die Zahl der elektronischen Handelsplattformen nimmt rapide zu, und über sie wird aller Voraussicht nach ein immer größerer Anteil der „normalen“ Transaktionen abgewickelt werden. Für größere Transaktionen sind sie jedoch ungeeignet. Bei der Standardisierung von Wertpapieren hat der Markt keine gute Arbeit geleistet. Viele große Emittenten haben Dutzende von Anleihen im Umlauf, die jeweils zu eigenen Kursen und Spreads gehandelt werden. Darunter leiden sowohl die Tiefe als auch die Liquidität des Marktes. Kurzfristig dürfte sich daran kaum etwas ändern, und selbst wenn, dann müssten neuere Technologien nach wie vor verbessert werden, um einen Nutzen aus dieser Standardisierung zu ziehen. Die Entwicklung wird langsam verlaufen, aber Kunden werden von tieferen und liquideren Märkten profitieren. Diese werden jedoch nur dann entstehen, wenn alle Beteiligten zusammenarbeiten.

Ein überfülltes Stadion mit nur einem Ausgang?

Für manche Marktteilnehmer sind diese Liquiditätsängste übertrieben. Einerseits

ist es tatsächlich eher kurios, dass diese Debatte gerade jetzt geführt wird. Im Mai 2015 erreichte die Emission von Unternehmensanleihen ein Rekordhoch. High-Grade-Anleihen im Volumen von über 140 Milliarden US-Dollar wurden ohne größere Schwierigkeiten von Investoren gekauft. Liquidität schien im Übermaß vorhanden zu sein. Aber die Tatsache, dass sich die Liquidität am Primärmarkt so sehr von der des Sekundärmarktes unterscheiden kann, zeigt unserer Ansicht nach sehr deutlich, was derzeit an den Märkten schief läuft.

Wenn uns die Zentralbanken in ein überfülltes Stadion geführt haben, das nur einen einzigen Ausgang hat, dann sind wir bereitwillig hineingegangen. Es wird schwieriger sein, daraus wieder hinauszukommen. Die Märkte werden diesen Zyklus kaum ohne einige liquiditätsbedingte Blessuren verlassen. Griechenland könnte nur eines von mehreren Beispielen sein. In das System wurde einfach zu viel Liquidität gepumpt, und quantitative Lockerungsmaßnahmen sind ein zu stumpfes Instrument, als dass sich damit Verzerrungen und Ungleichgewichte verhindern ließen.

Die Märkte könnten zu mehr imstande sein, als wir ihnen zugetraut hätten. Illiquidität ist sicherlich kein neues Phänomen dieses Zyklus, und sie kann die Märkte sowohl steigen als auch fallen lassen. Ein Großteil des Höhenflugs, den riskante Vermögenswerte in den letzten Jahren vollzogen haben, wurde von der Kombination aus übermäßiger monetärer Liquidität und geringer Marktliquidität begünstigt. Wenn die Kurse jedoch steigen, dann zieht die Illiquidität viel weniger Aufmerksamkeit auf sich.

Liquiditätszyklen sterben nicht an Altersschwäche. In der Regel bilden sich zunächst Blasen, die dann durch eine restriktivere Politik wieder zum Platzen gebracht werden. Die von den Zentralbanken bereitgestellte Liquidität wird darüber entscheiden, wann dieser Zyklus endet. Wenn er sich seinem Ende nähert, dann werden die Märkte deutlich größer sein als in früheren Zyklen. Illiquidität wird die letzten Phasen noch anfachen, sie wird aber kaum der Impulsgeber sein. Investoren sollten sicherstellen, dass sie heute angemessen für Illiquidität entschädigt werden, sie sollten ihre Portfolios anpassen und genau auf eventuelle Hinweise im globalen Liquiditätszyklus achten.

SCHWERPUNKTTHEMA PRODUKTIVITÄT



Robert McConnaughey
Global Head of Research

- Die demografischen Trends in den größten Volkswirtschaften der Welt lassen die möglichen Produktivitätstreiber verstärkt in den Mittelpunkt rücken.
- Unserer Einschätzung nach wird eine erfolgreiche Investitionstätigkeit vor allem darauf beruhen, dass Investoren aktiv nach Investmentmöglichkeiten Ausschau halten, die die wirtschaftliche Produktivität steigern können.
- Gute Investmentchancen ergeben sich bei den Anbietern produktivitätssteigernder Lösungen, bei der Verlagerung von Geschäftsmodellen zur Produktivitätssteigerung, bei Unternehmensreformen zur Produktivitätssteigerung und bei Staaten, die ihre Bilanzen so führen, dass Effizienz und Wachstum Auftrieb erhalten.

Wir leben in einer Welt, in der die Gesamtwirtschaft ungewöhnlich langsam wächst. Hier zeichnet sich auch keine Änderung ab. Die demografischen Gegebenheiten in den größten Volkswirtschaften der Welt stellen eine der bedeutendsten Herausforderungen der Zukunft dar. Die Alterung der Industrienationen schreitet rasch voran, und die Fertilitätsraten gehen insgesamt kontinuierlich zurück. Das Wachstum der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter ist in den USA ein geringeres Problem als in Japan und Europa, wird aber kaum wieder auf über 1 Prozent steigen. Die Gesamtbevölkerung der meisten Industrienationen dürfte ab 2030 abnehmen. Für die Personen im erwerbsfähigen Alter wird es dann immer schwieriger, den wachsenden Anteil älterer Bürger zu versorgen.

Selbst in Schwellenländern zeichnen sich langsam demografische Herausforderungen ab. Einige Beobachter merken an, dass ein alterndes China Gefahr läuft, „alt zu werden, bevor es reich wird“. Wenn wir die Überschneidungen zwischen dieser wahrscheinlichen Schrumpfung der erwerbsfähigen Bevölkerung in den größten Volkswirtschaften der Welt und den derzeitigen immensen gesellschaftlichen Schuldenlasten betrachten, dann können wir klare Wachstumsbremsen erkennen. Falls das Wirtschaftswachstum im Wesentlichen das Ergebnis der Zahl der Erwerbsfähigen multipliziert mit der Produktivität der Arbeitnehmer ist, dann ergibt sich aus diesen demografischen Gegebenheiten, dass möglichen Produktivitätstreibern dringend mehr Aufmerksamkeit geschenkt werden muss. Unserer Einschätzung nach wird eine erfolgreiche Investitionstätigkeit in den kommenden Jahren vor allem darauf beruhen, dass Investoren aktiv in Ländern, Industriezweigen und Unternehmen nach Investmentmöglichkeiten Ausschau halten, die die wirtschaftliche Produktivität steigern können. Bei der Suche nach derartigen Investmentmöglichkeiten gilt es unseres Erachtens insbesondere vier Bereiche zu beachten:

1. Anbieter produktivitätssteigernder Lösungen
2. Verlagerungen bei Geschäftsmodellen zur Steigerung der Produktivität
3. Staatliche Anreize für Unternehmensreformen, die eine Steigerung der Produktivität auslösen
4. Regierungen, die ihre nationalen Bilanzen so steuern, dass Effizienz und Wachstum Auftrieb erhalten

Das Wirtschaftswachstum sorgt insgesamt kaum für Rückenwind, daher sucht praktisch jede Branche verzweifelt nach Möglichkeiten, wie sich die Produktivität optimieren lässt. Da in der Nachkrisenzeit die Gürtel bereits deutlich enger geschnallt wurden, sind die meisten einfachen Kostensenkungsmaßnahmen bereits ausgeschöpft. Anbieter von Produkten und Dienstleistungen, die die Produktivität nachweislich verbessern können, finden daher einen Verkäufermarkt vor und werden wahrscheinlich florieren. Ein Beispiel für solche Unternehmen sind Anbieter von Fabrikautomation und Robotik. Manche Fertigungsunternehmen, zum Beispiel Automobilhersteller, verlassen sich schon lange auf stark automatisierte Verfahren. Die Robotik dringt dagegen rasch in immer neue Bereiche vor. Roboter können nicht nur rund um die Uhr sich wiederholende und möglicherweise gefährliche Aufgaben verrichten, mit der zunehmenden Automatisierung rückt auch die Suche nach möglichst billigen Arbeitskräften immer mehr in den Hintergrund. Dank dieses Trends können Produkte „onshore“, also im Inland und damit näher an den Endverbrauchern hergestellt werden.

Vielleicht noch revolutionärer als die Robotik ist die Entwicklung künstlicher intelligenter Systeme, die Menschen bei ihrer Arbeit unterstützen und effizient informieren (und manchmal menschliche Arbeitskraft ganz ersetzen). Dies gilt auch für viele Bürotätigkeiten: Computer können heutzutage in Sekundenschnelle riesige Mengen an Rechtsdokumenten und medizinischen Fachzeitschriften durchsuchen, um die Arbeit von Anwälten und Ärzten zu unterstützen. Man kann sich durchaus vorstellen, dass es in der nahen Zukunft

als ärztlicher Kunstfehler angesehen wird, wenn ein Arzt vor einer Diagnose nicht einen lernenden Automaten konsultiert. Und schließlich sorgen im Gesundheitswesen Fortschritte in der medizinischen Forschung dafür, dass durch genetisches Mapping die Bausteine des Lebens selbst immer besser verstanden werden. Viele der Medikamente, die wir heute einnehmen, sind in Forschungen auf Basis des Trial-and-Error-Prinzips entstanden. Heute entwickeln Biotechnologieunternehmen dagegen mehr und mehr spezifische, personalisierte Medikamente, die genau auf die jeweiligen Heilungsanforderungen einzelner Patienten abgestimmt sind.

Investmentchancen, die sich in Verbindung mit Lösungen zur Steigerung der Produktivität ergeben, können auch bei Unternehmen und Branchen zu erkennen sein, die Unternehmensprozesse und -strukturen neu gestalten. Ein Beispiel einer solchen Prozessverlagerung ist die Branche der Videospiele. So ähnlich wie Filmstudios waren auch Entwickler von Videospiele früher „Boom-and-Bust-Unternehmen“, bei denen auf Phasen des Aufschwungs immer auch ein Einbruch folgte. Die Gewinne dieser Unternehmen stiegen und fielen mit den Zyklen von Spielekonsolen und in Abhängigkeit vom kurzlebigen, unkalkulierbaren Erfolg oder Misserfolg ihrer Spiele. Doch in den letzten Jahren sind Spielehersteller dazu übergegangen, Spiele nicht mehr auf Disketten oder Modulen, sondern in digitaler Form zu verkaufen, da die Konsolen jetzt an das Internet angeschlossen sind. Dies mag unbedeutend erscheinen, doch dadurch haben die zyklischen Schwankungen des Geschäfts deutlich abgenommen. Heutzutage können diese Unternehmen über nahtlose Online-Verkäufe laufend Erweiterungen für beliebte Spiele anbieten, zum Beispiel neue Geografien, Charaktere, Waffen, usw., und müssen nicht ein völlig neues Spiel herausbringen. Dies erhöht wiederum die Kennzahlen, die auf die Aktien dieser Unternehmen angewandt werden.

Der Erfolg der Digitalisierung geht aber noch über die Verringerung der zyklischen Schwankungen hinaus. Die Möglichkeit, Umsätze durch Spieleerweiterungen zu generieren, hat sowohl das Umsatzwachstum als auch die Margen beflügelt. Die Digitalisierung eröffnet aber auch neue Märkte. Viele potenzielle Kunden leben in Ländern, in denen die Spiele-Piraterie die Geschäftstätigkeit praktisch unmöglich gemacht hat. Doch dank des konstanten Angebots an Spieleerweiterungen und Online-/interaktiven Spielen ist es inzwischen fast schon unumgänglich, die aktuelle, legitime Version eines Spiels zu spielen. Wir verzeichnen nun ein stärkeres Wachstum bei einem immer größer werdenden Kundenuniversum, gleichzeitig nehmen die zyklischen Schwankungen ab, und all das nur dank der veränderten Produktbereitstellung. Diese Entwicklung ist auch in anderen Bereichen zu beobachten, zum Beispiel bei der Entwicklung von SAAS (Software as a Service, Software als Dienstleistung) und in der „Sharing Economy“, in der Dienstleistungen wie Taxifahrten einem bahnbrechenden Wandel unterzogen werden. Dadurch verbessert sich sowohl die Kundenerfahrung ALS AUCH die Produktivität der bestehenden Vermögenswerte.

Es ist nicht immer einfach, Produktivitätssteigerungen zu begrüßen. Sie können die Sicherheit von Arbeitsplätzen gefährden und können politisch schwer zu akzeptieren sein. Japan ist das beste Beispiel für eine Gesellschaft, in der die Aufrechterhaltung des Status quo und der Arbeitsplatzstabilität die Kernursachen für eine jahrzehntelange Konjunkturlaute waren. Doch die drohenden demografischen Herausforderungen und ein weltweiter Ansehensverlust haben ein Umfeld geschaffen, in dem nun der politische Wille für einen Richtungswechsel existiert. Der „dritte Pfeil“ von Premierminister Abe ist praktisch ein Konzept für einen Produktivitätswandel. Durch zahlreiche Anreize – vor allem durch den Einsatz der beträchtlichen, staatlich kontrollierten Pensionsvermögen – fordert das Abenomics-Wirtschaftsprogramm bessere Unternehmensführung (zum Beispiel unabhängige Mitglieder der Unternehmensleitung) und fördert gleichzeitig bessere Unternehmenszahlen. Diese lassen sich an Kennzahlen wie der Kapitalrendite ablesen. Schon mein Kollege Mark Burgess hat festgestellt, man könne meinen, Japan habe den Kapitalismus neu entdeckt!

Die Veränderung fest verankerter kultureller Praktiken ist nicht einfach, manchmal ist der Prozess auch ins Stocken geraten. Zum Beispiel hat Südkorea lange über Maßnahmen im Stil des „dritten Pfeils“ diskutiert, um das Chaebol-System zu reformieren und erforderliche Innovationen voranzutreiben. Die Regierung kann jedoch kaum Ergebnisse vorweisen. Doch Regierungen versuchen mit immer neuen Experimenten, Anreize für Unternehmensreformen zu setzen. Wenn diese Experimente erfolgreich sind, können die Ergebnisse überwältigend sein. Große Volkswirtschaften wie China, Indien, Brasilien und weite Teile Europas ringen alle mit der Frage, wie sie diese Probleme angehen und Produktivitäts- und Wachstumssteigerungen freisetzen können. Wir verfolgen ihre Maßnahmen genau und achten darauf, wo den Worten auch konkrete Taten folgen, die möglicherweise überzeugende Investmentchancen bieten könnten.

Zum Schluss möchten wir noch anmerken, dass es eine Herausforderung braucht, um einen echten Wandel in Gang zu setzen und kreative Durchbrüche zu inspirieren. Die Welt steht vor sehr realen wirtschaftlichen Herausforderungen, und diese Herausforderungen sind drängend genug, um auch reale bahnbrechende Veränderungen auszulösen. Eine Möglichkeit, wie sich ein solcher Wandel herbeiführen lässt, ist das Potenzial einer besseren nationalen Regierungsführung und der vollständigen Nutzung der gesellschaftlichen Bilanz. In manchen Teilen der Welt könnte dafür einfach nur eine Reform staatlicher Unternehmen (state-owned enterprises, SOEs) erforderlich sein, zum Beispiel eine Reform staatlicher Ölgesellschaften. China, Brasilien und Mexiko sind aktuelle Beispiele für Länder, die SOE-Reformen in Angriff genommen haben. Aber ich rede nicht einfach nur von SOEs, sondern ich meine eine umfassendere Sicht effektiver Unternehmensführung. In einem jüngsten Bericht der Citigroup mit dem Titel „The Public Wealth of Nations“ hieß es,

„...Regierungen überall auf der Welt haben Vermögenswerte in Höhe von schätzungsweise 75 Billionen Dollar. Diese reichen von Unternehmen bis hin zu Wäldern, die nicht selten schlecht verwaltet werden und oft nicht einmal in den Staatsbilanzen erfasst sind. In den letzten Jahrzehnten hat sich die Politik fast ausschließlich darauf konzentriert, die Schulden zu verwalten. Die Frage des öffentlichen Vermögens wurde dagegen weitgehend ignoriert. Da das öffentliche Vermögen in den meisten Ländern die öffentlichen Schulden übersteigt, könnte man schon durch eine bessere Verwaltung zur Lösung des Problems beitragen und gleichzeitig auch die Grundlage für zukünftiges Wirtschaftswachstum schaffen. Eine um nur 1 Prozent höhere Rendite auf globale öffentliche Vermögenswerte würde die öffentlichen Erträge um etwa 750 Milliarden US-Dollar steigern.“

Im Infrastrukturbereich und bei staatlichen Vermögenswerten gibt es zahlreiche Möglichkeiten für öffentlich-private Partnerschaften. Diese könnten das Wirtschaftswachstum ankurbeln, Korruption bekämpfen und den Bedürfnissen der Bürger effektiver gerecht werden. Indien ist vielleicht das beste Beispiel für das immense Potenzial derartiger Maßnahmen. Die längerfristige Vision von Premierminister Modi beurteilen wir positiv. Er steht zwar vor entmutigenden Herausforderungen, aber manchmal braucht es genau solche Herausforderungen, um den politischen Willen für die Bewältigung schwieriger Aufgaben zu generieren.

Wichtige Informationen

Ausschließlich zur Verwendung durch professionelle Anleger (nicht zur Weitergabe an Dritte bestimmt). Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Der Wert der Anlagen und etwaige Einkünfte daraus sind nicht garantiert und können sowohl steigen als auch fallen sowie von Wechselkursveränderungen beeinflusst werden. Das bedeutet, dass ein Anleger unter Umständen den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhält. Das Research sowie die Analysen, auf die hier Bezug genommen wird, wurden von Threadneedle im Rahmen des eigenen Anlagenverwaltungsgeschäfts durchgeführt, und die Ergebnisse derselben sind möglicherweise bereits vor der Veröffentlichung dieser Informationen genutzt worden und werden hier lediglich als Hintergrundinformationen zur Verfügung gestellt. Alle zum Ausdruck gebrachten Meinungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, können jedoch ohne Benachrichtigung geändert werden. Informationen aus externen Quellen werden zwar als glaubwürdig angesehen, für ihren Wahrheitsgehalt und ihre Vollständigkeit besteht jedoch keine Gewähr. Die Nennung spezifischer Aktien oder Anleihen gilt nicht als Handlungsempfehlung. Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited („TAML“). Eingetragen in England und Wales unter der Nr. 573204; eingetragener Firmensitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London, London EC4N 6AG. Im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority. Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe. columbiathreadneedle.com

J23795 Herausgegeben im Juli 2015 | Gültig bis Ende Okt 2015