

Aus dem Gleichgewicht

Die langfristigen Zinsannahmen sinken. Dies hat **erhebliche Folgen für die langfristig zu erwartenden Renditen** – und wirkt sich auf einen weiten Kreis von Investoren und Anlagestrategien aus.



Inhalt

Vorwort	3
Warum der Gleichgewichtszins wichtig ist	4
Wo liegt der Gleichgewichtszins jetzt?	6
Ursachen für niedrigere langfristige Zinssätze	8
Fazit	13
Antworten für Ihre globalen Anlageherausforderungen	14
Kontakt	15

Vorwort

Nur wenige Investoren dürften die Herausforderungen leugnen, die das anhaltende Umfeld niedriger Zinsen mit sich bringt. Herausforderungen, die angesichts der Tatsache, dass eine wachsende Zahl von Notenbanken weltweit die Zinssätze immer tiefer in den negativen Bereich drückt, kaum oder gar nicht geringer werden.

Auch wenn jüngste Daten darauf hinweisen, dass die fortgesetzte Unterstützung durch die Notenbanken eine gewisse Wirkung zeigen könnte, bleibt die Erholung in den meisten entwickelten Volkswirtschaften im historischen Vergleich doch außerordentlich schwach. Die Schwellenländer haben mit eigenen Problemen zu kämpfen – die Abhängigkeit Lateinamerikas von Rohstoffexporten und strukturelle Anpassungen in Asien.

Diese Schwäche reicht bis zum globalen Inflationsdruck, der sich, verschärft durch den Zusammenbruch der Ölpreise und das träge Lohnwachstum, ebenfalls klar unter dem Zielniveau bewegt. China wiederum strebt von einer durch den Fertigungssektor getriebenen hin zu einer von Dienstleistungen und Binnenkonsum bestimmten Volkswirtschaft. Dieser anhaltende Strukturwandel verleiht der globalen deflationären Szenerie eine zusätzliche Dimension.

Faktoren wie diese werden traditionell als zyklisch betrachtet (was erwarten ließe, dass ihr Einfluss vorübergehend bleibt). Unserer Auffassung nach sind jedoch tiefere, fundamentalere Ursachen am Werk – Ursachen, die bislang nur für Akademiker von Bedeutung schienen, deren Metier Prognosen für den langfristigen Gleichgewichtszinssatz waren.

Um ein klares Bild der tatsächlichen Folgen des Niedrigzinsumfeldes zu gewinnen, ist es aus unserer Sicht von zentraler Bedeutung, den langfristigen Gleichgewichtszinssatz und sein aktuelles Niveau zu verstehen. Vor allem für Investoren wie Pensionspläne oder Stiftungen, die eine bestimmte Rendite erzielen müssen, hat die Entwicklung dieser Kennzahl erhebliche Folgen. In „Aus dem Gleichgewicht“ vertreten wir die Ansicht, dass der Gleichgewichtszinssatz einen fundamentalen Rückgang erlebt hat. – Das stellt die Annahme infrage, die momentan zu beobachtenden niedrigeren Renditen seien zyklischer Natur, und weist stattdessen auf einen klaren strukturellen Wandel hin. Wir bewerten hier die Auswirkungen für Investoren.

Wir hoffen, dass Sie diese Publikation stimulieren und zu weiterem Nachdenken anregen wird. Sehr gern werden wir die darin aufgeworfenen Fragen gemeinsam mit Ihnen diskutieren und erörtern.

Dawn Fitzpatrick

Global Head of Equities,
Multi Asset and O'Connor
dawn.fitzpatrick@ubs.com



Warum der Gleichgewichtszins wichtig ist

„Nicht alles, was zählt, ist messbar. Nicht alles, was messbar ist, zählt.“

Albert Einstein.

Das Konzept eines langfristigen Gleichgewichtzinssatzes – der nominale Zinssatz, bereinigt um Inflation, zu dem das Kapitalangebot in einer Volkswirtschaft genau der Kapitalnachfrage entspricht und der somit für stabiles Wachstum und stabile Inflation sorgt – ist der erste Baustein im Baukastenmodell der Kapitalmarktprognose. Historische Analysen des Gleichgewichtszinses haben zu verschiedenen Argumenten für seine Bewertung geführt. Doch welche Relevanz besitzt ein theoretisches Konzept für Investoren, dessen Wert bis vor kurzem nur von akademischem Belang zu sein schien?

1. Es hilft bei der Festlegung der Notenbankpolitik.

Als wesentliche Komponente der besser bekannten Taylor-Regel wird das zugrunde liegende Konzept des Gleichgewichtzinssatzes heute als zentraler Faktor in der Entscheidungsfindung der Notenbanken anerkannt.

Insbesondere hilft der langfristige Gleichgewichtszins den Notenbankern, die zyklischeren Konjunktur- und Inflationsschwankungen, von denen die kurzfristige Geldpolitik getrieben wird, in einen übergreifenden Zusammenhang zu setzen. Kurz gesagt bestimmt nicht die absolute Höhe der Leitzinsen, ob eine Geldpolitik „locker“ oder „restriktiv“ auf die Konjunktur wirkt, sondern ihre Höhe im Vergleich zum aktuellen und langfristigen Gleichgewichtszins.

2. Schätzungen für den aktuellen und den langfristigen Gleichgewichtszins spielen daher bei der Entscheidungsfindung der US-Notenbank (der „Fed“) und anderer Notenbanken eine wesentliche Rolle. **Die präzise Analyse des Gleichgewichtszinses entscheidet wesentlich darüber, ob aktuelle Renditen von Staatsanleihen attraktiv sind oder nicht.**

3. In der etablierten volkswirtschaftlichen Theorie wird der langfristige faire Wert aller risikobehafteten Anlagen aus dem Gleichgewichtzinssatz, bereinigt um Inflation und zuzüglich einer Risikoausgleichsprämie, abgeleitet. **Jede Verschiebung des langfristigen Gleichgewichtzinssatzes hat daher einen potenziell erheblichen Einfluss auf die langfristigen Renditeprognosen aller Anlageklassen.**

Veränderungen des Gleichgewichtzinssatzes haben offensichtliche Auswirkungen für jeden Investor, der lang-

fristig eine bestimmte Rendite erzielen muss, oder für jede Art von strategischer Vermögensallokation, die auf üblichen Kapitalmarktannahmen beruht.

Ein höherer Gleichgewichtzinssatz führt zu höheren Renditeerwartungen für alle Anlageklassen, ein niedrigerer Gleichgewichtzinssatz führt zu niedrigeren Renditeerwartungen für alle Anlageklassen – ein zentrales Thema für Investoren wie Pensionspläne und Stiftungen, die bestimmte Renditen erzielen müssen.

Warum ist dies jetzt wichtig?

Warum sind die Erwartungen hinsichtlich des langfristigen Gleichgewichtszinses plötzlich von Bedeutung? Die Antwort liegt in der fortschreitenden Zeit und in der Verbreitung von Daten. Die langfristigen Zinsannahmen sind seit Jahren gefallen, doch bislang galt diese Verschiebung als zyklisch.

Vor allem von den Maßnahmen der Währungsbehörden wurde erwartet, sie würden Anreize für eine selbsttragende Erholung der Kapitalinvestitionen und der Nachfrage geben, selbst wenn die Erholung nach der Finanzkrise länger dauerte, als es in früheren Zyklen der Fall war. Man ging auch davon aus, dass die Inflation steigen und die Zinspolitik zur „Normalität“ zurückkehren würde.

Aus diesem Grund glauben wir, dass nur wenige Vermögensmanager den langfristigen Gleichgewichtszins in ihren Kapitalmarktmodellen oder ihre langfristigen Renditeannahmen angepasst haben.

Strukturelle oder zyklische Veränderung der Annahmen?

In jüngster Zeit deuten vor allem Daten zur Produktivität

und zu Kapitalinvestitionen klar darauf hin, dass in den entwickelten Volkswirtschaften eher strukturelle Fragen vorherrschen.

Wir gehen davon aus, dass der Rückgang der langfristigen Zinserwartungen kein zyklisches Problem darstellt, sondern eine langfristige Verschiebung. Diese kann dazu führen, dass die erwarteten langfristigen Renditen niedriger ausfallen, als einige Vermögensmanager berücksichtigen.

Es ist wichtig festzustellen, dass dieses Konzept nicht mehr nur theoretischer Natur ist. Die Volatilität seit August 2015 weist darauf hin, dass die Märkte – zumindest teilweise – neu bewerten, was niedrige Zinssätze und quantitative Lockerung, sofern sie langfristig bestehen bleiben, für risikobehaftete Anlagen bedeuten. Ermöglichen diese Maßnahmen die schmerzlose Heilung einer angeschlagenen Wirtschaft oder führen sie zu Überin-

Michele Gambera, PhD, CFA
Executive Director
UBS Asset Management

vestitionen, wie frühere wissenschaftliche Arbeiten¹ nahelegen? In diesem Fall, warum geht das Wachstum der Kapitalinvestitionen weiter zurück, obwohl die Zinsen so niedrig sind? Vielleicht ist es sinnvoller, die Kausalität umzudrehen und zu sagen, dass die langfristigen Zinserwartungen eben deshalb so niedrig sind, weil das Wachstum der Kapitalinvestitionen weiter zurückgeht.

Über diese Publikation

Mit Investitionen in Multi-Asset-Anlagen, die bis 1982 zurückreichen, ist UBS Asset Management seit über drei Jahrzehnten maßgeblich an der Diskussion um Kapitalmarktannahmen beteiligt.

Die Publikation baut auf wesentlichen Forschungsergebnissen von UBS Asset Management zu diesem Thema auf. Diese umfassen *Limbo Lower* (McNaughton, 2015), *The Wicksellian Natural Rate of Interest* (Orphanides, 2014) sowie unveröffentlichte Arbeiten des Teams für quantitative Makroökonomie von UBS Global Investment Solutions in Chicago.

Tracey McNaughton, CFA
Executive Director
UBS Asset Management

¹ Knut Wicksell, 1898

Wo liegt der Gleichgewichtszins jetzt?

Aufgrund seiner Bedeutung für die Geldpolitik, ökonomische Wachstumsprojektionen und Kapitalmarkterwartungen ist der Gleichgewichtszins regelmäßig Gegenstand der akademischen Forschung. Dennoch ist es schwierig, den Gleichgewichtszinssatz zu messen.

Wäre er nichts weiter als eine Konstante, dann könnte man einfach einen Stichprobenmittelwert oder Median über einen sehr langen Zeitraum ermitteln, um so zu einer hinreichend genauen Schätzung zu gelangen. Doch der Gleichgewichtszins beruht per Definition auf der abstrakten Konstruktion eines Gleichgewichts in Volkswirtschaften, die laufend ökonomischen Schocks ausgesetzt sind und die sich fast immer, wie momentan viele Volkswirtschaften, in einem Zustand des Ungleichgewichts befinden.

Hinzu kommt, dass sowohl Inflation als auch nominale Zinssätze im Zeitverlauf sehr stark variieren, da sie die

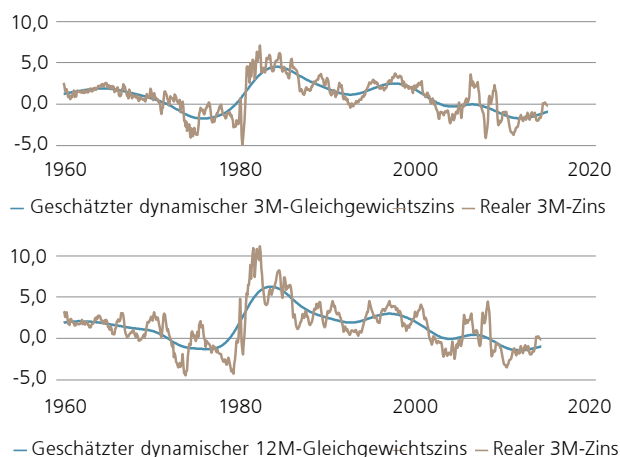
Entwicklung der Realwirtschaft ebenso widerspiegeln wie die Währungsordnung und die Geldpolitik der zuständigen Behörden. Es scheint daher eine vernünftige Annahme, dass der Gleichgewichtszins mit der Zeit variiert.

Trotz unterschiedlicher quantitativer Ansätze zeigen alle diese akademischen Studien vergleichbare Ergebnisse und einen seit 1980 signifikant rückläufigen Gleichgewichtszins in den USA. Wo also liegt der Gleichgewichtszinssatz jetzt? Nachfolgend zeigen wir zwei unterschiedliche Modelle für den Gleichgewichtszins und die Werte, die sie hervorbringen. Um dem Leser eine bessere Idee davon zu geben, wie die Datenauswahl die Ergebnisse beeinflusst, haben wir die Renditen sowohl von dreimonatigen als auch von einjährigen Schatzwechseln (Treasury Bills) verwendet und davon jeweils die Inflationserwartungen der nächsten zwölf Monate abgezogen, um den realen Zinssatz zu erhalten.

Studie 1: Dynamisches Modell

Wir verwenden einen Filter¹, um bestimmte zyklische Elemente aus den Daten der langfristigen Zeitreihe zu glätten. So lässt uns ein dynamisches Modell des Gleichgewichtszinses vermuten, dass der aktuelle Drei-Monats-Gleichgewichtszins derzeit bei null oder knapp darunter liegt, die Kurve sich aber in der Frühphase eines Aufwärtstrends befindet.

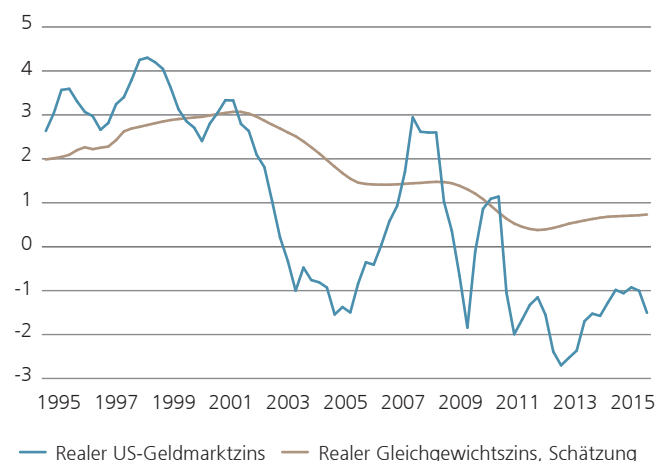
Abbildung 1



Quelle: UBS Asset Management
1 Hodrick-Prescott

Eine differenziertere Studie, die von Prof. Athanasios Orphanides durchgeführt wurde, zeigt, dass die Ergebnisse relativ stark von der Wahl des Rechenmodells abhängen. In jedem Fall aber folgt der Gleichgewichtszins seit der antiinflationären Geldpolitik Paul Volckers in den frühen 1980er-Jahren einem abwärts gerichteten Trend.

Abbildung 2



Quelle: UBS Asset Management, Orphanides

Studie 2: Modell wechselnder Währungsordnungen

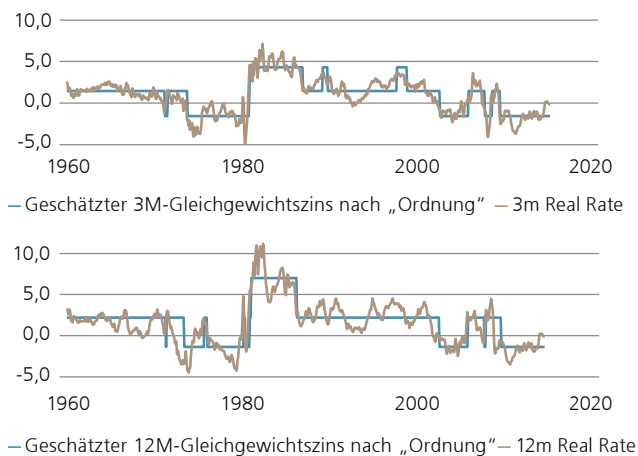
Andere Studien zum Gleichgewichtszins legen nahe, dass eine begrenzte Anzahl von ökonomischen „Zuständen“ oder „Ordnungen“ existiert, die jeweils mit einem bestimmten Gleichgewichtszins verbunden sind. Ein Wechsel der Ordnung wird vor allem durch veränderte geldpolitische Zielvorgaben ausgelöst (zum Beispiel Vollbeschäftigung in den USA der 1970er-Jahre, Eindämmung der Inflation in den USA der 1980er-Jahre). Dies führt zu einem sprunghaften Anstieg des Gleichgewichtszinses. Die Analyse weist darauf hin, dass es nur drei unterscheidbare Währungsordnungen gibt:

1. Extrem expansiv (frühe 1970er, nach 2008 bis heute)
2. Extrem restriktiv (frühe 1980er – die antiinflationäre Geldpolitik von Paul Volcker)
3. Normal ein stabiler Zustand

Auf einer Datenbasis von 55 Jahren lässt sich der dreimonatige Gleichgewichtszins in den drei Ordnungen wie folgt beziffern:

1. Extrem expansiv -1,57
2. Extrem restriktiv 4,30
3. Normal 1,48

Abbildung 3



Quelle: UBS Asset Management, Orphanides

Was diese Studien bedeuten

Auch wenn die Studien keine übereinstimmenden Ergebnisse liefern, legen sie doch nahe, dass der Gleichgewichtszins niedriger ist, als eine einfache rückblickende Analyse ergeben würde. Die genannten Studien sind allerdings rein statistisch und geben uns keine Begründung dafür, warum dies der Fall ist. Intuitiv ließe sich sagen, dass die Notenbanken sensibler auf Inflation reagieren, wodurch die Inflationsprämien sinken. Darüber hinaus haben die Kräfte der Globalisierung zu mehr internationalem Wettbewerb geführt, was die Inflationsprämien ebenfalls drückt. Ob andere Faktoren wie Demografie und Technologie auf den langfristigen Gleichgewichtszins einwirken, wird im nächsten Abschnitt diskutiert.

Ursachen für niedrigere langfristige Zinssätze

Kaum jemand dürfte bezweifeln, dass die langfristigen Zinserwartungen in den entwickelten Volkswirtschaften in den vergangenen Jahren signifikant gefallen sind. Ein kurzer Blick auf die Rendite 30-jähriger US-Schatzanleihen spricht für sich. Selbst als die kurzfristigen Zinserwartungen in den frühen 2000er-Jahren anstiegen, setzten die langfristigen Zinsannahmen ihren Rückgang fort. In jüngerer Zeit wiesen verbesserte makroökonomische Daten in den Jahren 2014 und 2015 auf eine stabile Erholung in den USA hin. Die kurzfristigen Zinserwartungen sind daraufhin gestiegen, doch die Prognosen für langfristige Zinssätze gingen erneut zurück.

Ein Erklärungsversuch für das makroökonomische Problem rückläufiger langfristiger Anleiherenditen ist eine „Ersparnisschwemme“ der Schwellenländer, die in ausländische Staatsanleihen und speziell in US-Schatzanleihen überläuft. Diese Theorie geht auf eine Rede des damaligen US-Notenbankchefs Ben Bernanke im Jahr 2005 zurück. Doch obwohl die Leistungsbilanzen der Schwellenländer inzwischen deutlich schwächer sind, gehen die Zinserwartungen weiter zurück. Wenn die Ersparnisschwemme jemals eine wesentliche Ursache für niedrigere Schatzanleihen-Renditen war, scheint dies nun nicht mehr der Fall zu sein. Offensichtlich sind andere Kräfte am Werk. Für Investoren lautet die kritische Frage mit Blick auf langfristige Renditeannahmen, ob diese Kräfte zyklisch oder strukturell sind.

Nach unserer Auffassung sind die Ursachen häufig struktureller Natur.

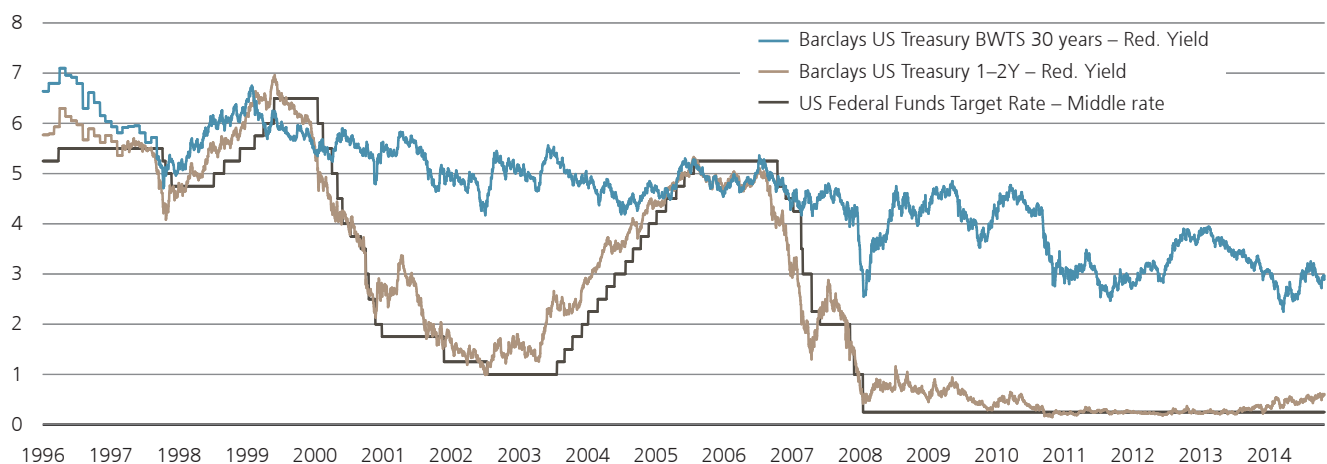
Bevölkerungswachstum

In seinem epochalen Werk „Der Wohlstand der Nationen“ schrieb Adam Smith: „Das entschiedenste Zeichen für das Wohlergehen eines Landes ist die wachsende Zahl seiner Bewohner.“ Theoretische Wachstumsmodelle, die auf Smiths Arbeit basieren, betrachten das Wachstum des Produktionspotenzials als wichtigen Faktor für die Bestimmung des Gleichgewichtszinssatzes. Nach dem makroökonomischen Wachstumsmodell von Robert Solow (1956) entspricht dieses Potenzialwachstum in einem stabilen Zustand der Summe der Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität und der Wachstumsrate der Bevölkerung.

Nach Angaben der Vereinten Nationen (UN) dürfte das Bevölkerungswachstum in den USA in den kommenden Jahrzehnten um etwa ein Zehntelprozent je Dekade zurückgehen. Dies allein sollte dazu führen, Abwärtsdruck auf den natürlichen Zinssatz auszuüben.

In der Zukunft dürfte zudem das Bevölkerungswachstum anderer Länder immer wichtiger für die USA werden. In Japan hat ein dramatischer demografischer Übergang stattgefunden – die dortige Bevölkerung ist jetzt kleiner als im Jahr 2000. Dieser Rückgang wird sich Prognosen zufolge fortsetzen. Seine Dynamik ist einer der wesentlichen Gründe dafür, dass Schätzungen des Gleichgewichtszinssatzes für Japan signifikant und dauerhaft niedriger ausfallen als für die USA. Laut UN wird die japanische Bevölkerung bis zum Ende des 21. Jahrhunderts um 34% schrumpfen.

Abbildung 4:



Quelle: UBS Asset Management

Die Erfahrungen Japans sind auch von Interesse, um aufzuzeigen, was in China passieren könnte, dem nach Bevölkerungszahl größten Land der Welt und einer Volkswirtschaft von wachsender Bedeutung für die Weltwirtschaft.

Die Bevölkerungsdynamik Chinas scheint der von Japan im Abstand von etwa einer Generation nach-zufolgen. Prognosen zufolge wird daher die chinesische Bevölkerungszahl im Jahr 2030 ihren Spitzenwert erreichen und dann zurückgehen. Die UN prognostiziert, dass die Bevölkerung Chinas bis 2100 um 27% schrumpfen wird. Angesichts seiner Größe und nach den Erfahrungen mit Japan lässt dies erwarten, dass auch die Bevölkerungsdynamik in China in den kommenden Jahrzehnten einen Abwärtsdruck auf die globalen Zinssätze ausüben wird.

Alternde Bevölkerung

Der rasche Anstieg der Lebenserwartung und das damit einhergehende Sinken der Geburtenrate in vielen Ländern beeinflussen den langfristigen Gleichgewichtszins auch auf andere Weise.

In den 1950er-Jahren waren rund 9% der Bevölkerung in den G8-Ländern 65 Jahre alt oder älter. Bis 2010 stieg der Prozentanteil auf 16%, und in den nächsten 20 Jahren wird die Altersgruppe laut UN-Prognose auf 26% wachsen. Von allen G8- und BRIC-Ländern weist nur noch Indien eine Geburtenrate über dem Erhaltungsniveau auf.

Diese Entwicklungen beeinflussen sowohl die Gesamtwirtschaft als auch die langfristigen Zinssätze in mehrerlei Hinsicht. Wenn der Anteil der Bevölkerung im arbeitsfähigen

Alter an der Gesamtbevölkerung sinkt, geht auch die Zahl der produktiven Einkommensverdiener (der Erwerbstätigen) relativ zu den unproduktiven Konsumenten (den Ruheständlern) zurück.

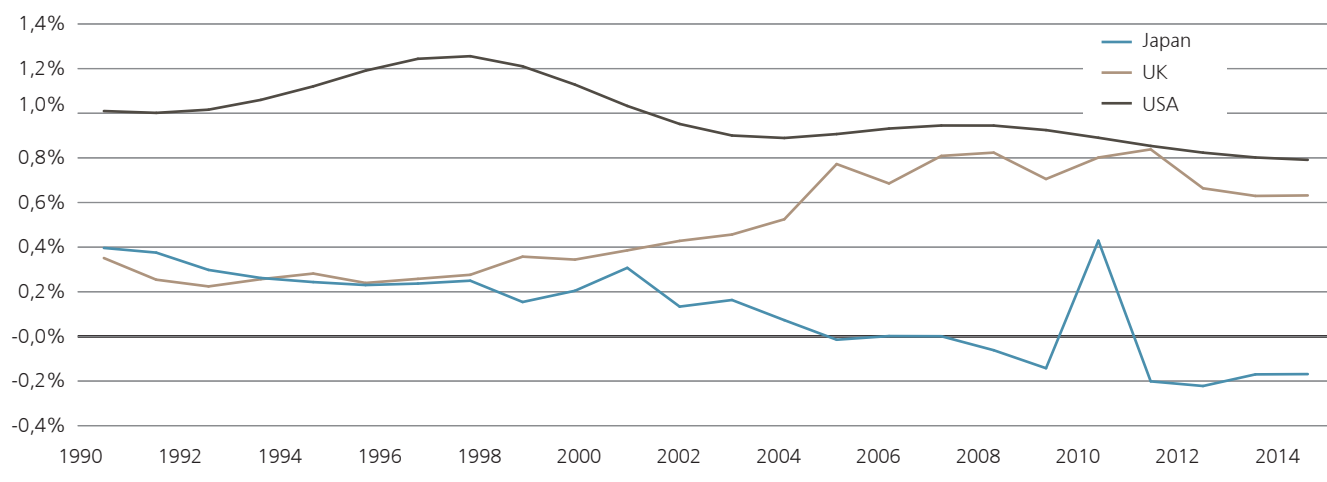
Theoretisch lässt die Hypothese permanenter Einkommen erwarten, dass Haushalte in dieser Situation ermutigt werden, weniger zu konsumieren und mehr zu sparen, um das Niveau des Pro-Kopf-Konsums in der Zukunft möglichst ausgeglichen zu halten. In der Praxis führt eine alternde Bevölkerung schlicht zu generell wachsender Nachfrage nach weniger risikoreichen, einkommensorientierten Vermögensanlagen sowie zu weiterem Abwärtsdruck auf die langfristigen Zinssätze. Angesichts der strukturellen Natur dieser demografischen Muster erscheint es extrem unwahrscheinlich, dass sich diese altersgetriebenen Anlagepräferenzen in absehbarer Zeit umkehren.

Ein weiterer Weg, auf dem die Demografie Abwärtsdruck auf die realen Zinssätze ausübt, ist die steigende Verpflichtungsdauer von leistungsorientierten Pensionsplänen.

Bank of America Merrill Lynch schätzt, dass ein Anstieg der Lebenserwartung um ein Jahr zu einem Zuwachs von 7% bis 9% bei den Versorgungsverpflichtungen eines typischen leistungsorientierten Pensionsplans führt. Vereinfacht gesagt steigt damit die Nachfrage nach Anleihen mit längeren Laufzeiten.

Das Missverhältnis zwischen Nachfrage und Angebot verstärkt sich noch, da mehr Unternehmen zu Anlagestrate-

Abbildung 5: Jährliches Bevölkerungswachstum 1990–2014



Quelle: UBS Asset Management

gien übergehen, die an Versorgungsverpflichtungen ausgerichtet sind (LDI-Strategien).

Wie immer führt auch das regulatorische Umfeld zu unbeabsichtigten Konsequenzen. In den USA haben neue Pensionsbestimmungen und Berichterstattungsregeln die Sensibilität der Pensionspläne gegenüber ihrem Finanzierungsstatus, also dem Verhältnis von Pensionsvermögen und Vorsorgeverpflichtungen, erhöht. US-Pensionen müssen jetzt voll finanziert sein oder sich verpflichten, jede Unterdeckung binnen sieben Jahren auszugleichen. Vermögen und Verpflichtungen sind auf Marktwertbasis zu bewerten, und es besteht Druck, das Risiko einer Lücke zwischen beiden zu reduzieren. Das ist wichtig, denn viele Pensionspläne, öffentlich oder privat, sind gefährlich untergedeckt.

Dies bedeutet jedoch auch, dass die Pensionspläne bei sich schließender Finanzierungslücke einen Anreiz haben, weniger riskante Vermögensanlagen zu halten, mit denen sie ihre Verpflichtungen abdecken können, das heißt: Anleihen zu kaufen und so die langfristigen Zinsen zu dämpfen.

Das Rätsel fallender Investitionen und Produktivität

Historisch gesehen ist die Profitabilität in den USA sehr hoch und im Rest der entwickelten Welt allgemein stark. In diesem Kontext und angesichts niedriger Zinsen, die augenscheinlich starke Anreize bieten, zu investieren statt Kapital zu horten, tun sich viele Kommentatoren schwer, abschließend zu erklären, warum die Kapitalinvestitionen in den entwickelten Volkswirtschaften so niedrig bleiben.

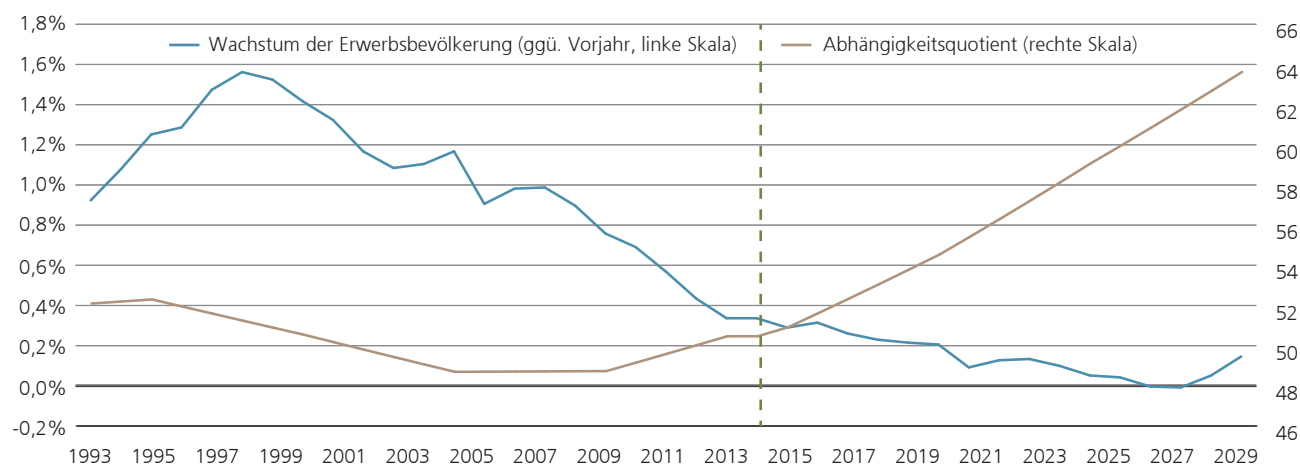
Hierzu existieren eine Reihe unbelegter Theorien: Zum Teil könnten sinkende Kapitalinvestitionen einfach die sich wandelnde Natur unserer Volkswirtschaften widerspiegeln, in denen der Konsum für die schwächeren Investitionsausgaben in die Bresche springt. Sie könnten auch auf gewandelte Konsummuster und das Wachstum weniger kapitalintensiver Dienstleistungen wie Internet-Shopping, Freizeit und Tourismus zurückgehen.

Staatliche Sparmaßnahmen und das Fehlen großer Infrastrukturprojekte könnten in jüngerer Zeit ebenfalls eine Rolle beim Rückgang der Investitionen gespielt haben, besonders in den USA und im Vereinigten Königreich. Nicht zuletzt könnten niedrigere Kapitalausgaben in den entwickelten Märkten darauf hinweisen, dass auch Unternehmen mit Sitz in den Industrieländern den Fokus ihrer Kapitalinvestitionen auf die Schwellenländer gelegt haben.

Dem Motiv rückläufiger Kapitalinvestitionen entspricht ein anderer besorgniserregender Wirtschaftstrend in den Industriestaaten: die sinkende Produktivität. Im Vereinigten Königreich erreichte die Produktivität ihren Höhepunkt in den 1970er-Jahren, um seitdem stetig zurückzugehen. Dieser Fall hat sich seit der Jahrtausendwende stark beschleunigt.

Zweifellos nimmt ein Mangel an Investitionen schon für sich genommen ein Sinken der Produktivität vorweg. Er könnte zum Teil die Art der von Unternehmen getätigten Investitionen widerspiegeln, die den Fokus auf arbeitsintensive Sektoren wie Dienstleistungen legen.

Abbildung 6: Erwerbsbevölkerung und Abhängigkeitsquotient



Quelle: UBS, Haver Analytics, Vereinte Nationen

Der Abhängigkeitsquotient ist die Anzahl der Bevölkerungsmittglieder im Alter 0–14 und 65+, die auf hundert Bevölkerungsmittglieder im Alter 15–64 entfallen.

Schuldenabbau

Es gibt jedoch noch andere offensichtliche Ursachen für den Rückgang der Kapitalinvestitionen. Um die Gefahr künftiger Finanzkrisen zu verringern, wurden die Banken mit neuen Eigenmittelvorschriften zum Schuldenabbau gezwungen. Diese strukturellen Veränderungen haben einen erheblichen Einfluss auf die westlichen Volkswirtschaften gehabt. Einerseits hat die Entschuldung der Banken die Zinsen tiefer gedrückt, da die Institute effektiv gezwungen waren, eine großen Anzahl Staatsanleihen als Teil ihrer wachsenden Kapitalpolster zur Absicherung von Kreditportfolios zu erwerben.

Andererseits darf es nicht überraschen, wenn das Ausmaß der vom Bankensektor vorgenommenen Bilanzverdringung zu weniger Kreditwachstum, weniger Kapitalinvestitionen, schwächeren Konjunkturprognosen und damit niedrigeren langfristigen Zinssätzen führt. Schließlich sind die Banken das wichtigste Vehikel für die Weiterleitung von Kapital an die Gesamtwirtschaft.

Es deutet nichts auf eine hinreichende Lockerung der regulatorischen Vorgaben hin, um den Banken wieder einen höheren Verschuldungsgrad zu erlauben. Daher erscheint es offensichtlich, dass das nachhaltige Niveau von Kreditwachstum und Kapitalinvestitionen für einen viel längeren Zeitraum niedrig bleiben wird, als es in der Vergangenheit der Fall war.

Das Thema Schuldenabbau ist jedoch nicht nur für den Bankensektor von Belang. Auch die Unternehmensver-

schuldung ist gesunken, da Aktienanleger stark angespannte Bilanzen bestraft und operative Flexibilität durch starke Cashflows und geringe Verschuldung belohnt haben. Es bleibt abzuwarten, ob sich dieser Wandel der Anlegerpräferenzen als zyklisch oder strukturell erweist. Wir glauben aber, dass er zumindest teilweise eine strukturelle Verschiebung der Anlegerpräferenzen darstellt, die auf die demografische Alterung zurückzuführen ist.

Auf individueller Ebene scheinen die trotz niedriger Zinssätze in allen Industrieländern wachsenden Sparquoten mehr zu sein als ein zyklischer Anstieg der Risikoaversion im Nachgang der Finanzkrise.

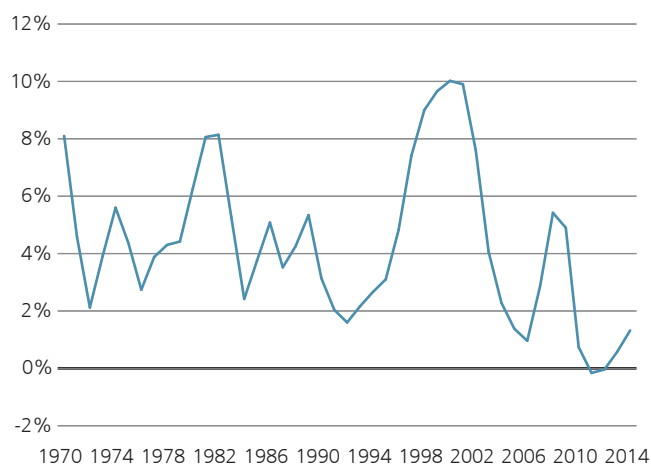
Anreize gegen das Investieren

In den vergangenen Jahren haben die Märkte den Unternehmen tatsächlich starke Anreize gesetzt, ihr Kapital nicht zugunsten langfristigen Wachstums zu reinvestieren. Stattdessen wurden börsennotierte Gesellschaften belohnt, die Kapital in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen an die Aktionäre zurückgegeben haben.

Dies lässt sich an der Korrelation zwischen Investitionsausgaben und relativen Renditen sowie an den steigenden Ausschüttungsquoten in den USA und Europa erkennen. Im steigenden Wert der Rückkäufe zeigt sich, wie die Firmen direkt auf Investoren reagiert haben, die die Rückgabe von Kapital einer Reinvestition vorziehen.

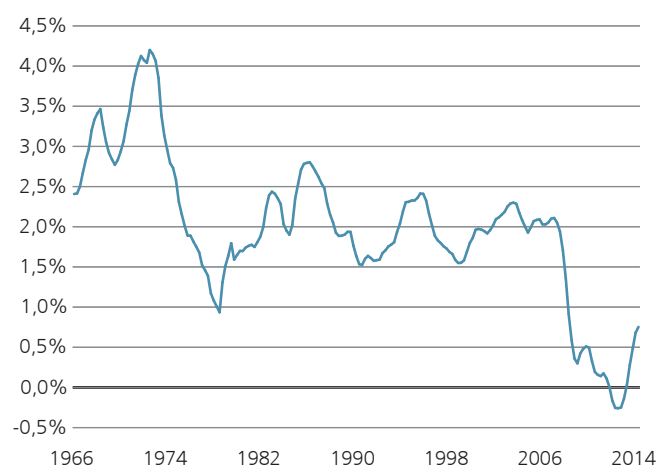
Auch wenn es verlockend sein mag, der Finanzkrise die ganze Schuld an dieser Entwicklung zuzuweisen, gibt es

Abbildung 7: Reales Wachstum gewerblicher Anlageinvestitionen, USA (annual., gleitender 5-J.-Durchschnitt)



Quelle: UBS Asset Management, Datastream

Abbildung 8: Produktivitätswachstum 1966–2015, UK (annualisiert, gleitender 5-J.-Durchschnitt)

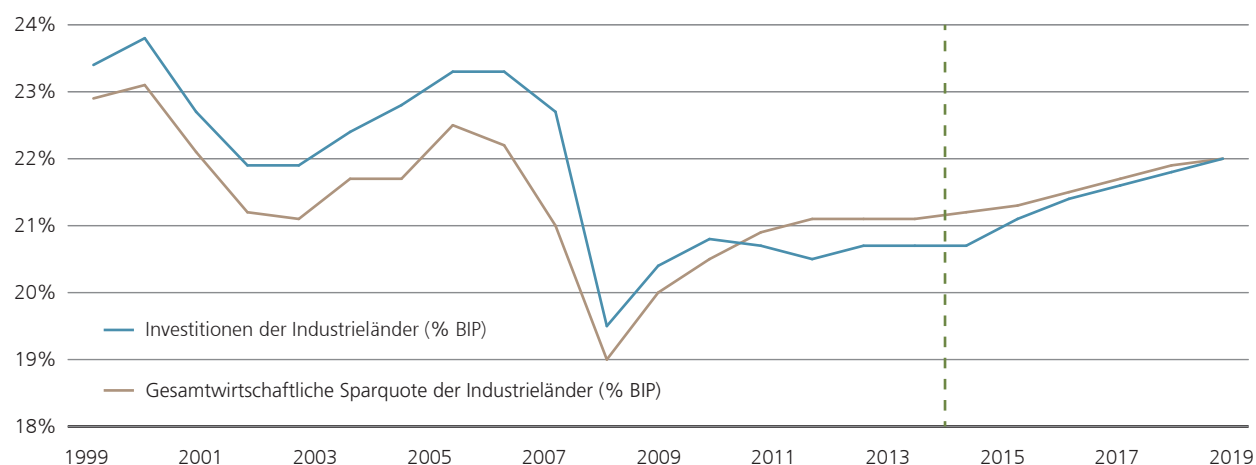


Quelle: UBS Asset Management, Datastream

doch Indizien dafür, dass sich das Verhalten der Unternehmen bereits früher zu verändern begann. Insbesondere glauben wir, dass die Dot.com-Krise zu einem strukturellen Wandel der Anlegerpräferenzen geführt hat, weg von der „Hoffnung“ auf Wachstum durch Kapitalinvestitionen und hin zur Wahrnehmung von Kapitalauszahlungen als einer Form von Ergebnis-„Sicherheit“. Die Finanzkrise, in der verschuldete Unternehmen zusätzlich abgestraft wurden, hat diesen etablierten Trend dann weiter verstärkt.

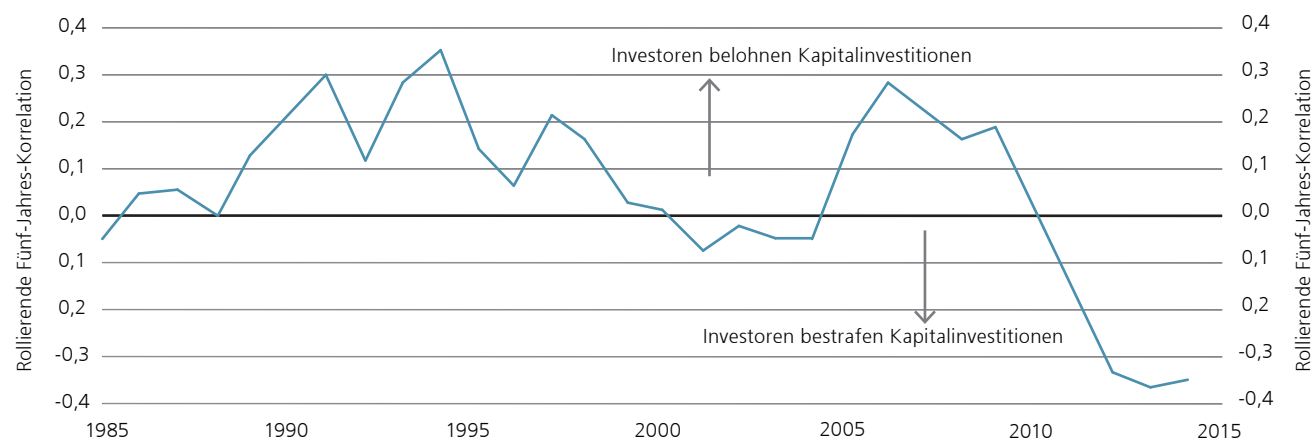
Wenn es nicht zu einer spürbaren Veränderung bei den Anreizen für öffentliche und private Kapitalinvestitionen kommt, erwarten wir, dass diese Trends das langfristige Wirtschaftswachstum in den Industrieländern und die langfristigen Gleichgewichtszinssätze strukturell dämpfen werden. Wir möchten nochmals betonen: Anstatt sich zu fragen, warum die Investitionen trotz niedriger Zinsen zurückgegangen sind, ist es sinnvoller, die niedrigen Zinssätze als Folge gesunkener Investitionen zu betrachten.

Abbildung 9: Netto-Einsparungen in den G10-Ländern



Quelle: UBS, Haver Analytics, Vereinte Nationen

Abbildung 10: Korrelation zwischen dem Anteil der Investitionsausgaben und relativen Renditen bei US-Aktien



Quelle: HSBC, Thomson Reuters Datastream

Fazit

Folgen für Investoren

Niedrigere langfristige Gleichgewichtszinsen haben in erster Linie erhebliche Auswirkungen auf die künftige Geldpolitik. Sie vermindern vor allem die Wirksamkeit der Zinspolitik als Instrument für geldpolitische Anreize. Damit werden weitere „unkonventionelle“ geldpolitische Maßnahmen in der Zukunft wahrscheinlicher.

Wie wir dargelegt haben, führen niedrigere langfristige Gleichgewichtszinssätze zu einem Rückgang der erwarteten Renditen bei allen Vermögensanlagen des Risikospektrums, während das erwartete Risiko konstant bleibt.

Um die gleiche Zielrendite zu erreichen, müssen Investoren daher mehr Risiko eingehen. Eine zunehmende Nachfrage wird jedoch dazu führen, dass auch bei risikoreichen Investitionen die erwartete Rendite fällt.

Wir glauben, dass sich viele Investoren der Auswirkungen niedrigerer langfristiger Zinssätze nicht bewusst sind. Indem sie sich auf eine fehlerhafte Analyse des langfristigen Gleichgewichtszinssatzes stützen, scheint für viele Investoren das Verhältnis zwischen strategischer Vermögensallokation und langfristigen Anlagezielen zunehmend ins Ungleichgewicht zu geraten.

Wir sind überzeugt:

- Investoren, die eine bestimmte Rendite erzielen müssen, sind von den niedrigeren Renditeerwartungen, die sich aus unseren Berechnungen zum Gleichgewichtszinssatz ergeben, besonders stark betroffen: so zum Beispiel Stiftungen, die einen bestimmten Prozentsatz ihres Vermögens ausschütten müssen, oder untergedeckte Pensionspläne. Im Lichte der veränderten Annahmen könnten viele davon gezwungen sein, ihre Renditeerwartungen zu revidieren und die Eignung ihrer allgemeinen Investitionspläne und strategischen Allokationen zu überprüfen.
- Für leistungsorientierte Pensionspläne haben die niedrigeren Langfristzinsen einen potenziell erheblichen Einfluss auf den gesamten Finanzierungsstatus, da sie den Barwert der diskontierten Verbindlichkeiten ansteigen lassen, während zugleich die Renditeerwartungen risikobehafteter Anlagen zurückgehen.

- Private Haushalte, die ihren Ruhestand planen, könnten gezwungen sein, ihre Sparleistung zu erhöhen, wenn sie ein bestimmtes Einkommensniveau im Ruhestand sichern wollen.
- In einer Welt niedriger Renditen müssen Investoren noch stärker auf die anfallenden Kosten achten.

Wie sollten Investoren reagieren?

- Investoren sollten einen weniger beschränkten Investmentansatz wählen, um ihr Anlageuniversum zu erweitern und potenzielle Alpha-Quellen zu vergrößern.
- Der Wechsel zu neuen Benchmarks und eine aggressivere Vermögensallokation könnten notwendig werden (womit aber auch das Risiko steigt, die finanziellen Ziele zu verfehlen).
- Flexibilität bei der strategischen Vermögensallokation dürfte ein wichtiger Treiber langfristiger Renditen sein. „Einrichten und vergessen“ scheint in diesem Umfeld keine praktikable Strategie zu sein.
- Investoren sollten sich auch intensiver mit dem Management von Abwärtsrisiken beschäftigen. Die Fähigkeit, in einer Welt niedriger erwarteter Renditen nachhaltig positive absolute Renditen zu erzielen, ist zu großen Teilen das Ergebnis eines klugen Managements von Abwärtsrisiken. In der Praxis bedeutet dies, ausreichend flink, flexibel und liquide zu sein, um aus dem Risiko auszusteigen, wenn sich einschneidende Ereignisse abzeichnen oder das Risiko nicht länger belohnt wird.
- In einer Welt, in der Korrelationen nicht länger statisch sind, müssen Diversifikationsvorteile aktiv und auf Ebene der Risikofaktoren überwacht und gesucht werden. Das Risikomanagement muss voll integriert sein und eine kritische Rolle in allen Aspekten des Anlage-Entscheidungsprozesses spielen – vom Transaktionsdesign über die Portfoliokonstruktion bis zur Überwachung eines Fonds.

Antworten für Ihre globalen Anlageherausforderungen

Mit der Vielfalt und Qualität unserer Anlagedienstleistungen und unserem globalen Horizont verwandeln wir Herausforderungen in Gelegenheiten. Gemeinsam mit Ihnen finden wir die Lösung, die Sie benötigen.

Bei UBS Asset Management verfolgen wir einen übergreifenden Ansatz.



Ideen und Anlagekompetenz

Unsere Teams vertreten ihre eigenen Ansichten und Philosophien, verfolgen aber ein gemeinsames Ziel: Ihnen Zugang zu den besten Anlage-Ideen und einer erstklassigen Anlageperformance zu bieten.



Ganzheitliche Perspektive

Die Tiefe unseres Anlagewissens und die Breite unserer Anlagekompetenzen machen uns zu einem kompetenten Gesprächspartner, der Ihnen eine auf Ihre Bedürfnisse zugeschnittene Lösung bieten kann.



Marktübergreifender Horizont

Unsere geografische Reichweite erlaubt es uns, die Teile der Anlagewelt miteinander zu verknüpfen, die für Sie besonders relevant sind. So machen wir den Unterschied – wir sind lokal an Ihrer Seite und agieren wirklich global.



Lösungsorientiertes Denken

Wir konzentrieren uns auf die Antworten, die Sie benötigen – dies bestimmt die Art und Weise, wie wir denken. Wir nutzen unsere besten Leistungen und Erkenntnisse, um eine Lösung zu finden, die zu Ihnen passt.

Was wir bieten

Wir bieten Ihnen eine umfassende Palette aktiver und passiver Anlagestile und -dienstleistungen in traditionellen und alternativen Anlageklassen. Unser verwaltetes Gesamtvermögen beträgt 574 Mrd. Euro, und wir beschäftigen über 3.500 Mitarbeiter in 22 Ländern (Stand 31. März 2016).

Wer wir sind

Aufbauend auf der Stärke von UBS sind wir eines der führenden Fondshäuser in Europa, der größte Fondsanbieter der Schweiz und einer der größten Verwalter von Dach-Hedgefonds und Immobilienanlagen weltweit.

www.ubs.com/deutschlandfonds

Kontakt

Deutschland

Steffen Hölscher
+49 69 1369 5318
steffen.hoelscher@ubs.com

Martin Schneider
+49 69 1369 5109
martin.schneider@ubs.com

Andreas Weichert
+49 69 1369 5131
andreas.weichert@ubs.com

Österreich

Gudrun Schmit
+43 1 2539 822 00
gudrun.schmit@ubs.com

Für Marketing- und Informationszwecke von UBS. Nur für professionelle und semi-professionelle Anleger nach dem Kapitalanlagegesetzbuch. UBS Fonds nach deutschem, EU- und ausländischen Rechts. Investitionen in die dargestellten Produkte sollten nur nach gründlichem Studium des jeweiligen aktuellen Verkaufsprospekts und der wesentlichen Anlegerinformationen erfolgen, die kostenlos schriftlich bei UBS Deutschland AG (Zahlstelle/Vertreter und ggf. Repräsentant für UBS-Fonds EU- und/oder ausländischen Rechts) bzw. bei UBS Asset Management (Deutschland) GmbH, Bockenheimer Landstraße 2-4, 60306 Frankfurt am Main angefordert werden können oder im Internet unter www.ubs.com/deutschlandfonds abrufbar sind. Die wesentlichen Anlegerinformationen sind im Internet in deutscher und/oder englischer Sprache veröffentlicht, wobei die deutsche Fassung maßgeblich ist. Die Verkaufsprospekte der Fonds, die nicht in Deutschland domiziliert sind, sind in englischer und/oder deutscher Sprache veröffentlicht. Jahres- und Halbjahresberichte können ebenfalls in Internet kostenlos heruntergeladen werden. Die Anlagegrenzen des Risikomanagements des Investmentvermögens, die Risikomanagementmethoden und die jüngsten Entwicklungen bei den Risiken und Renditen der wichtigsten Kategorien von Vermögensgegenständen des Investmentvermögens sind in den jeweiligen Verkaufsprospekten näher beschrieben. Anteile der erwähnten UBS Fonds dürfen innerhalb der USA weder angeboten noch verkauft oder ausgeliefert werden. Die genannten Informationen sind weder als Angebot noch als Aufforderung zum Kauf bzw. Verkauf irgendwelcher Wertpapiere oder verwandter Finanzinstrumente zu verstehen. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Die dargestellte Performance lässt mögliche bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Gebühren und Kosten unberücksichtigt. Gebühren und Kosten wirken sich nachteilig auf die Performance aus. Sollte die Währung eines Finanzprodukts oder einer Finanzdienstleistung nicht mit Ihrer Referenzwährung übereinstimmen, kann sich die Rendite aufgrund der Währungsschwankungen erhöhen oder verringern. Diese Informationen berücksichtigen weder die spezifischen oder künftigen Anlageziele noch die steuerliche oder finanzielle Lage oder die individuellen Bedürfnisse des einzelnen Empfängers. Dieses Dokument enthält „zukunftsgerichtete Aussagen“, die unter anderem, aber nicht nur, auch Aussagen über unsere künftige Geschäftsentwicklung beinhalten. Während diese zukunftsgerichteten Aussagen unsere Einschätzung und unsere Geschäftserwartungen ausdrücken, können verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere wichtige Faktoren dazu führen, dass die tatsächlichen Entwicklungen und Resultate sich von unseren Erwartungen deutlich unterscheiden. Die Angaben in diesem Dokument werden ohne jegliche Garantie oder Zusicherung zur Verfügung gestellt, dienen ausschließlich zu Informationszwecken und sind lediglich zum persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Quelle für sämtliche Daten und Grafiken (sofern nicht anders angegeben): UBS Asset Management (ein Geschäftsbereich des UBS-Konzerns).
© UBS 2016. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den geschützten Marken von UBS. Alle Rechte vorbehalten.