

Vermögensverwaltung: Kein Wundermittel, aber gutes Werkzeug



Giordano Lombardo
Group Chief Investment Officer

Für Anlagestrategien gibt es zwar kein Wundermittel, doch eine breite Diversifikation zusammen mit einer an absoluten Erträgen orientierten Mentalität kann bei der Optimierung des Risiko-Ertrags-Profiles von Anlegerportfolios dennoch hilfreich sein.

«Wenn sich eine Tür schliesst, öffnet sich eine andere; aber wir sehen meist so lange mit Bedauern auf die geschlossene Tür, dass wir die, die sich für uns geöffnet hat, nicht sehen.»

Alexander Graham Bell

In den vergangenen Wochen wurden die Anleger wieder daran erinnert, dass die Zeiten hoher Volatilität noch nicht vorüber sind. Die Finanzmärkte haben sich einmal mehr als anfällig für rasche Stimmungsumschwünge erwiesen, insbesondere in gesättigten Marktbereichen («overcrowded trades»). Man denke etwa an den starken Ansturm auf europäische Staatsobligationen aller Renditeniveaus. Wir glauben, dass die Ereignisse im Mai erst der Anfang einer neuen Phase der Volatilität sind. Die Anleger sollten sich der verschiedenen volatilitätsfördernden Faktoren bewusst sein, die Weltwirtschaft in den kommenden Jahren beeinflussen könnten. Insbesondere steckt der Schuldenabbau erst in seiner Anfangsphase. Zugleich dämpfen eine wachsende Ungleichheit und die zunehmende Kluft zwischen Produktivität und Löhnen die weltweite Nachfrage. Daneben wirken strukturelle und konjunkturelle Deflationskräfte zusammen, und die Zentralbanken sind nach den massiven Liquiditätsspritzen und der Senkung der Zinssätze fast bis zum Nullpunkt (oder gar unter null) langsam mit ihrem Latein am Ende.

Wie wir schon oft geschrieben haben, besteht die wichtigste vorhersehbare Konsequenz eines suboptimalen Weltwirtschaftswachstums unseres Erachtens darin, dass die langfristig zu erwartenden Erträge in den wichtigsten Anlageklassen niedriger ausfallen dürften als in der Vergangenheit. Ausserdem hat die sechsjährige Hausse sowohl bei Aktien als auch bei Anleihen zu niedrigen Bewertungen geführt. Deshalb sollten Anleger davon ausgehen, dass der Grossteil der Erträge auf das Alpha und nicht auf das Beta entfällt¹.

Im Folgenden analysiert die **weitergehenden Implikationen** dieser *Weltsicht* und legt dabei das Hauptaugenmerk auf den **Finanzsektor und Anlagestrategien**. Im Finanzsektor stellen wir fest, dass einige der Nachwirkungen der Finanzkrise, insbesondere strengere Regulierungsvorschriften und Nullzinspolitik, zwar einige Marktteilnehmer vor Probleme stellen, anderen hingegen potenziell neue Chancen eröffneten. Bei den Anlagestrategien gibt es zwar kein Wundermittel, doch unserer Einschätzung nach kann eine breite Diversifikation² zusammen mit einer an absoluten Erträgen orientierten Einstellung (umgesetzt etwa mithilfe liquider alternativer Finanzinstrumente) bei der Optimierung des Risiko-Ertrags-Profiles von Anlegerportfolios hilfreich sein. Beginnen wir mit dem **Finanzsektor**. Hier beobachten wir eine zunehmend strenge Überwachung des Sektors angesichts der wachsenden Grösse der Finanzinstitute.

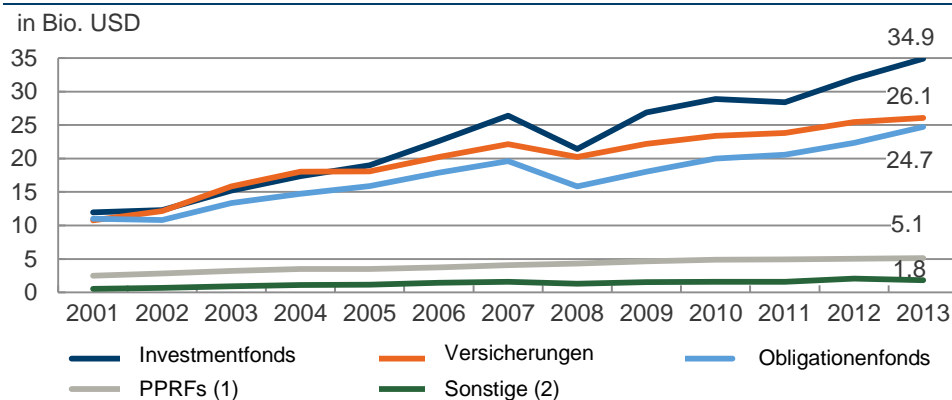
¹ Alpha misst die risikobereinigte Performance und stellt die Überrendite im Vergleich zur Rendite der Benchmark dar.

Beta ist eine statistische Kenngrösse für die Anfälligkeit einer Anlage für Marktbewegungen in Bezug auf einen Index. Ein Beta-Faktor von 1 bedeutet, dass die Kursentwicklung des betreffenden Titels genau mit der Marktentwicklung übereinstimmt. Ist der Beta-Faktor kleiner oder grösser als 1, heisst dies, dass sich der betreffende Titel im Vergleich zum Markt weniger volatil bzw. volatiler entwickeln wird.

² Diversifizierung garantiert keinen Gewinn und schützt nicht vor Verlusten.

Gesamtvermögen von Finanzinstituten: Wachsende Grösse, zunehmende Regulierung

Bilanzsumme nach Art der institutionellen Anleger in der OECD



Quelle: OECD Global Pension Statistics 2014, OECD-Datenbanken zu internationalen Versicherungsstatistiken und zu institutionellen Anlegern sowie OECD Staff Estimates. 1. Staatliche Rentenreservefonds («Public Pension Reserve Funds»)

2. Andere Formen institutionellen Vermögens stellen etwa Stiftungen und Stiftungsfonds sowie von Banken, privaten Investmentgesellschaften oder anderen Arten von institutionellen Anlegern verwaltete Mittel ausserhalb von Obligationenfonds dar.

In einer stark regulierten Welt lautet die Losung heute Schulden- und Risikoabbau.

Mit Blick auf die Zukunft müssen wir uns fragen, wie wir mit den schwierigen Nachwirkungen der Krise im Finanzsektor umgehen.

Eine andauernde Nullzinsphase setzt den Finanzsektor (Rentenfonds und Versicherungen) unter Druck. Die Anleger müssen neue Ertragsquellen erschliessen.

Viele regulatorische Eingriffe betreffen die Regeln zur Stärkung der **Finanzstabilität**. Damit sind den Banken höhere Eigenkapitalanforderungen sowie den Versicherungen und Obligationenfonds neue, auf Marktparametern basierende Bilanzierungsrichtlinien zur Berechnung der Eigenkapitalanforderungen und Verbindlichkeiten auferlegt worden. Unter diesen neuen Gegebenheiten lautet die allgemeine Lösung **Schulden- und Risikoabbau**. Die Senkung der Fremdkapitalquote bei den Banken schlägt sich in einer verschärften Kreditknappheit für Privathaushalte und Unternehmen nieder. Der Risikoabbau bei den Versicherungs- und Obligationenfonds führt seinerseits zu einer konservativeren Kapitalallokation und gefährdet so die potenzielle Erreichung der Investitionsziele.

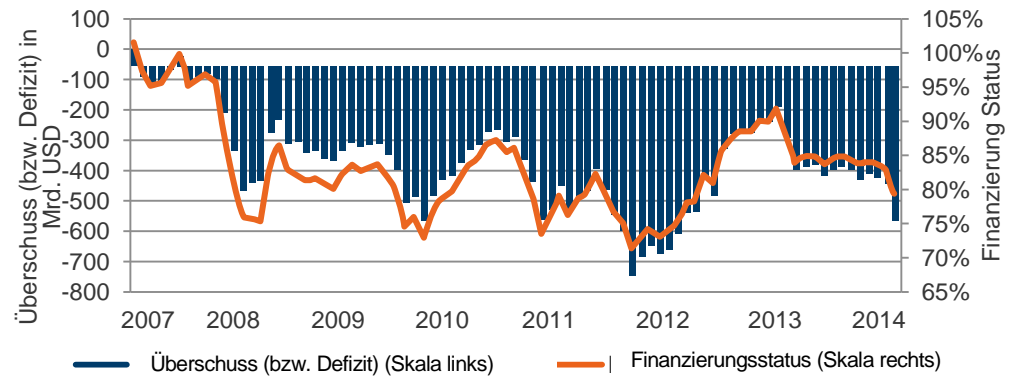
Eine weitere unbeabsichtigte Konsequenz besteht in den Auswirkungen auf die Liquiditätsslage, die in vielen Marktbereichen stark angespannt ist.

Mit Blick auf die Zukunft müssen wir uns fragen, **wie wir mit den schwierigen Nachwirkungen der Krise im Finanzsektor umgehen**. Die erwähnten Probleme – das Ungleichgewicht zwischen Nachfrage und Angebot bei Kredit- und Anlagezielen – sind nicht einfach zu lösen; eine effiziente Kreditallokation und ein adäquates Finanzierungsniveau zur Deckung des aktuellen und zukünftigen Ausgabenbedarfs sind wesentliche wirtschaftliche Wachstumsfaktoren. Dies ist umso schwerwiegender, als die Weltwirtschaft nach wie vor schwächelt und die Nullzinspolitik der Zentralbanken den Finanzsektor vor zusätzliche Herausforderungen stellt.

Aus unserer Sicht besteht die offensichtlichste Folge der Nullzinspolitik im **zunehmenden Ungleichgewicht beim Asset Liability Management** einiger institutioneller Anleger. Ein gutes Beispiel hierfür sind die europäischen Versicherungsgesellschaften, die in der Regel mit einem Duration Gap (unterschiedlichen Laufzeiten) zwischen (langfristigen) Passiva und (kurzfristigeren) Aktiva arbeiten. Die relativ hohen Zinsen, die diese Unternehmen garantieren, machen ein anhaltendes Niedrigrenditeszenario für sie noch schwieriger. Die Option einer veränderten Kapitalallokation (z.B. hin zu weniger liquiden Vermögenswerten zwecks Steigerung der potenziellen Erträge) geht mit höheren Risiken einher – und das in einem regulatorischen Umfeld, das, wie bereits erwähnt, in der Regel genau das Gegenteil davon favorisiert, nämlich die Verringerung der Portfoliorisiken. Eine weitere Option besteht in einem Abbau der Versicherungsverpflichtungen – einem seit 2009 bestehenden Trend – oder einem Umbau des Produkt-Mixes (weniger Garantien). Wir halten beide Möglichkeiten aus Ertragsicht für Endanleger als unerfreulich. In einer schwierigen Lage befinden sich auch die **privaten Rentensys-**

teme. Hier haben die niedrigen Zinssätze zusätzlich zu den ohnehin schon bestehenden demographischen Problemen noch weitere Schwierigkeiten mit sich gebracht. Dadurch sind die Nachhaltigkeit leistungsorientierter Rentenpläne sowie die Angemessenheit der Renteneinkommen aus beitragsorientierten Rentenplänen potenziell gefährdet. Mit sinkenden Zinssätzen wächst der aktuelle Wert der zukünftig erwarteten Verbindlichkeiten, und die Finanzierungslücken werden tendenziell grösser. Laut einer Mercer-Studie zu von S&P1500-Unternehmen finanzierten Rentenplänen stieg 2014 die Gesamtdifferenz zwischen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten bis Dezember auf mehr als 500 Mrd. USD an.

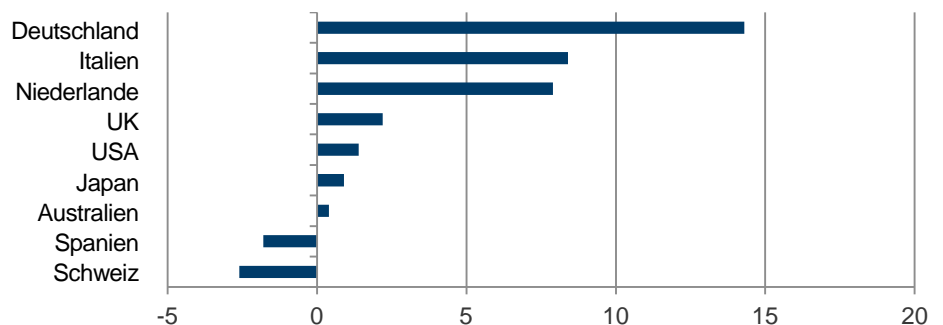
Geschätzter Gesamtüberschuss (bzw. Gesamtdefizit) und Finanzierungsstatus aller Pläne, die von im S&P-1500-Index vertretenen Unternehmen finanziert werden



Quelle: Mercer, Dezember 2014.

Bei beitragsorientierten Plänen glauben wir, dass die voraussichtlichen Pensionen durch die niedrigeren Zinssätze potenziell gesunken sind. Dies müsste durch höhere Beiträge oder aber durch eine aggressivere Anlage in riskantere Titel wettgemacht werden. Die jüngsten Daten zur Kapitalallokation lassen einen solchen Trend jedoch nicht erkennen. Ganz im Gegenteil: Infolge des Risikoabbaus nach der Krise beobachten wir in vielen Ländern eine Zunahme der Anlagen in Wechsel und Anleihen. Dies hat dazu beigetragen, dass die Anleiherenditen strukturell auf einem tieferen Niveau verharren, als es die wirtschaftlichen Fundamentaldaten vermuten liessen. Zugleich ist es dadurch auch weniger wahrscheinlich, dass die Obligationenfonds in Zukunft adäquate Pensionen ausbezahlen können.

Änderungen bei den Anlagen in Wechsel und Anleihen zwischen 2007 und 2013 in ausgewählten OECD-Ländern (in %)



Quelle: Pension markets in focus © OECD 2014.

Die dargelegten Herausforderungen bringen bedeutende Auswirkungen sowohl auf den Finanzsektor als auch auf die Anleger mit sich.

Zunächst ein Blick auf den **Finanzsektor: Wir glauben, dass die Vermögensverwalter hier eine entscheidende Rolle spielen können**, indem sie ihr Angebot auf nicht-traditionelle Anlageklassen ausweiten, wie etwa Infrastruktur, KMU-Darlehen oder

Wir glauben, dass Vermögensverwalter eine Schlüsselrolle spielen können: Sie können einen Beitrag zur Deckung der Bedürfnisse in Bereichen leisten, die bisher anderen Finanzinstituten vorbehalten waren.

Unserer Ansicht nach müssen die Anleger bei der Erfüllung zukünftiger Finanzierungsbedürfnisse eine aktive Rolle einnehmen.

Die Marktliquidität ist sehr gering, ein Paradoxon beim Geldregen der Zentralbanken. Durch die strengere Regulierung sind die Risiken von der Verkäuferseite zur Käuferseite verlagert worden.

Bei der Bewältigung einiger dieser Probleme könnten Tools aus der Vermögensverwaltung hilfreich sein, etwa ausgeklügelte Risikobudgetierung, Techniken des Portfolioaufbaus oder dynamisches Hedging.

Projektfinanzierung. Dadurch können Vermögensverwalter einen Beitrag zur Erfüllung von Bedürfnissen in Bereichen leisten, die bisher anderen Finanzinstituten vorbehalten waren. Zudem stellt die kürzlich erfolgte Einführung langfristiger Anlageinstrumente in Europa (sog. ELTIFs, «europäischer langfristiger Investmentfonds») eine weitere Anerkennung der Rolle der Vermögensverwaltung bei der effizienten und transparenten Kanalisierung von Finanzressourcen in die Realwirtschaft dar.

Des Weiteren müssen die Anleger bei der Erfüllung zukünftiger Finanzierungsbedürfnisse eine aktivere Rolle einnehmen. Dabei darf auch die Tatsache nicht ausser Acht gelassen werden, dass sie vermutlich entweder mit geringeren Gewinnen rechnen müssen oder aber, um die erwarteten Gewinne realisieren zu können, mehr von ihren Ersparnissen zu Ertragszwecken anlegen und somit ihren Lebensstandard einschränken müssen.

In einem Umfeld, in dem unserer Einschätzung nach die Anlageerträge hauptsächlich auf das Alpha und nicht auf das Beta entfallen werden, wird die Erschliessung neuer Ertragsquellen zum Gebot der Stunde. Unserer Ansicht nach haben Anleger folgende Möglichkeiten, die aktuellen Herausforderungen zu meistern:

1. eine breit angelegte Suche nach Erträgen – im Aktienbereich oder im Spektrum der Anleihen (aktive und flexible festverzinsliche Anlagen)
2. breitere und effektivere Anlagediversifikation über einen Multi-Asset-Ansatz
3. Erweiterung des Anlageuniversums um nicht-traditionelle Anlageklassen (Darlehen, liquide Alternativen mit geringer Korrelation mit traditionellen Kategorien).

Selbstverständlich gehen diese neuen Chancen mit einem gewissen Risiko einher, und auf den Märkten von heute **ist Liquidität eine der grössten Herausforderungen**. Dies gilt nicht nur für illiquide, sondern auch für traditionell eher liquide Titel (z. B. hochwertige Anleihen). Diese Einschätzung mag angesichts des Geldregens der Zentralbanken paradox, ja, kontraintuitiv wirken. Doch die Realität zeigt, dass infolge der strengeren Regulierung die Risiken von der Verkäuferseite (den Banken) zur Käuferseite (den Anlegern) verlagert worden sind. Zusätzlich konzentrieren sich auf der Käuferseite viele auf die gleichen überfüllten Marktbereiche. Sobald die Marktstimmung umschlägt, kommt es zu «Minikrisen» (wie etwa beim jüngsten Ausverkauf deutscher Bundesanleihen): Die Volatilität nimmt zu, und die Korrelationen zwischen verschiedenen Titeln werden instabil.

Wir glauben, dass bei der Bewältigung einiger dieser Probleme Tools aus der Vermögensverwaltung hilfreich sein könnten. Ausgeklügelte Risikobudgetierung, Techniken zum Portfolioaufbau und dynamisches Hedging – das sind unserer Meinung nach die richtigen Mittel zur Entwicklung risikorobuster und wirksam diversifizierter Portfolios.



Wichtige Informationen

Diversifizierung garantiert keinen Gewinn und schützt nicht vor Verlusten.

Sofern nicht anders angegeben, stammen sämtliche in diesem Dokument enthaltenen Informationen von Pioneer Investments mit Stand vom 21. Mai 2015. Alle geäusserten Ansichten sind – soweit nicht anders angegeben – diejenigen von Pioneer Investments. Diese Ansichten können sich jederzeit ändern, abhängig von wirtschaftlichen und anderen Rahmenbedingungen. Es gibt keine Gewähr, dass sich Länder, Märkte oder Branchen wie erwartet entwickeln werden. Investitionen bergen gewisse Risiken, darunter politische und währungsbedingte Risiken. Die Rendite und der Wert der zugrunde liegenden Anlage sind Schwankungen unterworfen. Dies kann zum vollständigen Verlust des investierten Kapitals führen. Dieses Dokument stellt kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anteilen an Anlagefonds oder von Dienstleistungen dar. Pioneer Investments ist ein Markenname der Unternehmensgruppe Pioneer Global Asset Management S.p.A. Datum der erstmaligen Verwendung: 25. Mai 2015

Folgen Sie uns auf:



www.pioneerinvestments.com