

Die Suche nach Alpha weicht der Suche nach Rendite

Nach bald drei Dekaden sinkender Zinsen und einer für viele noch selten dagewesenen Unschärfe in der Risikobeurteilung der Kapitalmärkte sehen sich Anleger, private wie institutionelle, mit grundlegend veränderten Volkswirtschaften und Kapitalmarktstrukturen konfrontiert. Dem Bedürfnis nach konstanter Rendite stehen bescheidene Wachstumsaussichten gegenüber.



Von Alfonso Papa
Geschäftsführer
ING Investment Management
(Schweiz) AG

Anleger und Asset Manager haben über Jahrzehnte in einer Welt sinkender Zinssätze gelebt – wenigstens in industrialisierten Regionen und Ländern. Im Umfeld niedriger Zinsen und gleichzeitig bescheidener Kursentwicklungen an den Aktienmärkten weicht die Suche nach Alpha der Suche nach Rendite. Dabei hat das Bedürfnis nach mehr Rendite wenig mit Gier und Spekulation zu tun. Vielmehr wird das Verhalten der Anleger durch handfeste fundamentale Aspekte bestimmt.

Dominanter Faktor in reiferen Volkswirtschaften ist der demographische Wandel. Ausgehend von heutigen Gegebenheiten lässt sich die Alterung der Weltbevölkerung am Verhältnis zwischen der Bevölkerungsschicht der über 60jährigen zur Gesamtbevölkerung bzw. zur arbeitstätigen Bevölkerungs-

schicht festhalten. Nach Schätzungen der OECD lag das Verhältnis im Jahr 2000 bei 38% und wird mit hoher Wahrscheinlichkeit bis 2050 auf 70% ansteigen (Quelle: Organisation for Economic Cooperation and Development, 2006: Live Longer, Work Longer). Heute ist im globalen Durchschnitt 1 von 14 Menschen älter als 65 (Quelle: UN World Population Prospects, 2011).

Eine differenzierte Betrachtung nach Ländern und Regionen verdeutlicht die Entwicklung und zeigt die strukturellen Unterschiede klar auf. Die höchsten Anteile an älteren Bevölkerungsschichten mit über 30% werden bis 2050 in Japan, Italien, Deutschland, Portugal, Spanien und Griechenland zu finden sein, wobei Japan mit über 35% die Gruppe anführt. Am anderen Ende der Skala werden der Nahe Osten und Indien liegen, deren Anteile noch deutlich unter 15% liegen werden. Südamerika, insbesondere Brasilien, aber auch Mexiko und die USA, werden voraussichtlich bis 2050 ein Niveau erreichen, welches in Deutschland, Italien und Japan bereits heute vorliegt.

Auch wenn die Strukturen der genannten Länder und Regionen nicht ohne weiteres vergleichbar sind, steht fest, dass, bedingt durch höhere Lebenserwartungen und einen deutlichen Rückgang der Geburtenraten, das Altern der Bevölkerung auf die Produktivität und das Wachstum der Volkswirtschaften drückt. So gesehen gleicht der strukturelle demographische Wandel einer tickenden Zeitbombe. Schritte zur Bekämpfung des Produktivitätsrückganges wurden getätigt, werden aber im besten Fall eine Milderung der Situation bewirken. Politisch sind drastischere Massnahmen kaum durch-

setzbar, würden diese doch letztendlich zu Wohlstandsverzicht führen – bei Arbeitstätigen wie auch bei Rentnern.

Sparkurs reiferer Volkswirtschaften

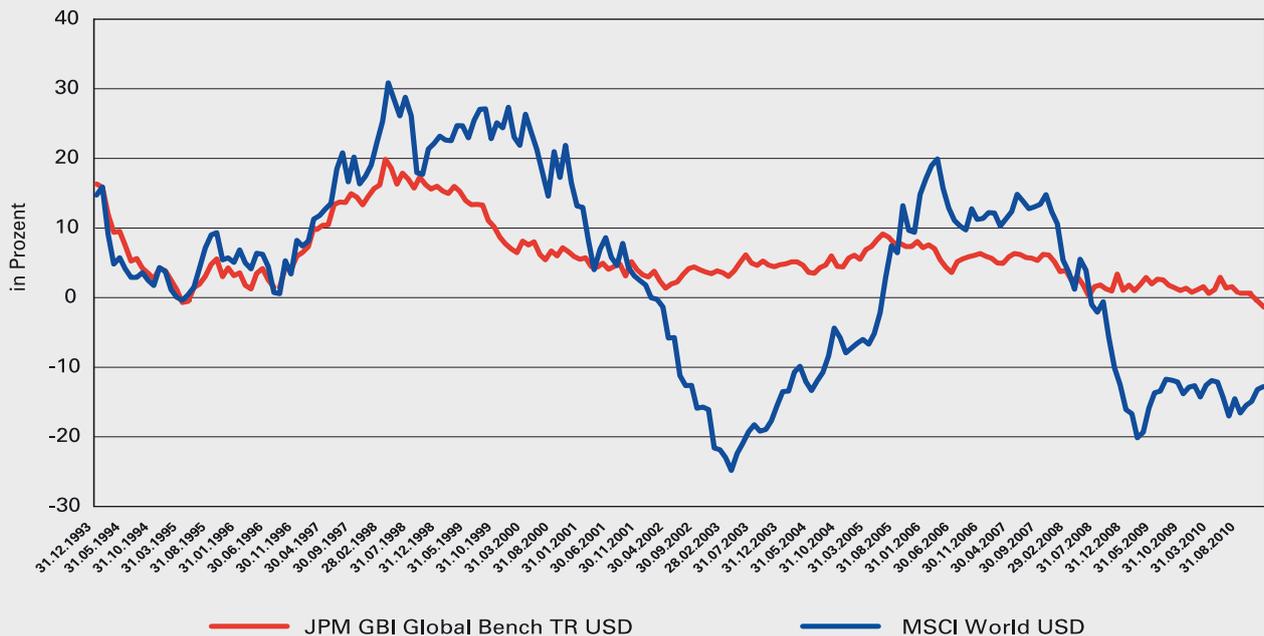
Der demographische Wandel ist ein Faktor, der auf das Wachstum reiferer Volkswirtschaften drückt. Ein weiterer Aspekt ist der unumgängliche Sparkurs, den industrialisierte und hochverschuldete Nationen einschlagen müssen. Zuletzt hat die Bekämpfung der Kreditkrise drastische Interventionen der Staaten mit entsprechenden Konsequenzen nach sich gezogen. Der Abbau der Schulden im öffentlichen wie im privaten Sektor wird weiterhin auf das nominale Wachstum drücken.

Bekanntlich verlaufen die Entwicklung der Realwirtschaft und der Kapitalmärkte nicht in zeitgleichen Bahnen. Letztendlich wird aber das tiefe Wachstumsniveau der entwickelten Welt auf die Renditen der Kapitalmärkte drücken. Jahr für Jahr erlebt der Anleger diesen negativen Trend. Die Grafik zeigt annualisierte Renditen für eine 3-Jahres-Investition in globale Aktien- und Obligationenmärkte, jeweils monatlich rollend, in Schweizer Franken. Während der Verlauf festverzinslicher Anlagen, wie erwartet, deutlich weniger volatil ausfällt als die Entwicklung der Aktienmärkte, zeigen die Messungen auf, dass Renditeerwartungen, wie sie vor dem Jahr 2000 zu erwarten waren, für die Dekade nach der Jahrtausendwende nicht mehr gelten. Zudem spricht wenig dafür, dass reifere Volkswirtschaften in Zukunft an die in der Vergangenheit erzielten Wachstumsraten anknüpfen könnten.

Für Pensionskassen und Versicherungen ist die Kombination einer alternden Bevölkerung und ertragschwachen Kapitalmärkten eine äus-

Obligationen und Aktien Welt im Vergleich

Annualisierte 3-Jahres-Renditen in CHF, monatlich rollend 1991–2010



serst unangenehme Situation. Die Anzahl der aktiven Versicherten nimmt gegenüber der Anzahl Rentner weiter ab und die Beiträge aus den Kapitalmärkten bleiben aus. Man könnte von einem Generationenkonflikt sprechen, stellt man die Interessen der heutigen Rentner denjenigen der zukünftigen Rentenbezüger gegenüber. Die geringere Anzahl Arbeitstätiger wird für den Einzelnen wohl zu höheren Beitragszahlungen an die Vorsorgewerke führen. Auf der anderen Seite wird das Rentenalter steigen und die Renten werden gleichzeitig gesenkt werden müssen. Wie gesagt – politisch nur schwerlich durchsetzbare Massnahmen. Die geringe Ertragskraft der Kernanlagen («Core» Portfolio) trägt zum veränderten Anlegerverhalten bei. Zukünftig werden Kapitalmärkte vermehrt durch die Suche nach höherer und absoluter Rendite geprägt sein.

Ertragsträchtige festverzinsliche Anlagen

Grob zusammengefasst können für den durchschnittlichen Anleger drei Lebensphasen unterschieden werden: Die *Lernphase*, in der Ausbildung und Karriere im Vordergrund stehen, die *Ertragsphase*, in der Risiken eingegangen werden und das Einkommen am höch-

sten ist, und die *Entsparphase*, in der der Anleger in Rente geht. Nähert sich der Anleger dem Rentenalter, werden Risiken reduziert und regelmässig ausgeschüttete Erträge auf dem Erspartem rücken in den Vordergrund. Das «Entsparen» der alternden Bevölkerung und das Bedürfnis nach regelmässigen Kapitalerträgen führen zu einer risikoärmeren Allokation der Kernanlagen. Üblicherweise führt dies zu einer Verschiebung der Gelder weg von Aktien hin zu Obligationen. Gerade in festverzinslichen Anlageklassen sehen sich Anleger jedoch mit einem regelrechten Paradigmenwechsel konfrontiert, zumal aufgrund der nominal rekordtiefen Zinssätze Anleger nicht genügend Rendite erwirtschaften können.

Demgegenüber haben die Risiken westlicher Staatsanleihen zugenommen, während im Zuge des starken volkswirtschaftlichen Wachstums die relative Attraktivität der Schwellenländer (Emerging Markets Debt – EMD) zugenommen hat. Dies lässt sich nicht zuletzt am Kapitalfluss zugunsten der EMD festhalten. Tatsächlich konnte sich, gemessen an investierten Geldern, der gesamte EMD Markt in den vergangenen 10 Jahren praktisch vervierfachen. Angesichts dieser Entwicklung fragt sich der Anleger zu

Recht, ob nicht bald das Platzen einer Blase bevorsteht. Eine derartige Schlussfolgerung einzig durch die Entwicklung der Marktgrösse begründen zu wollen, wäre jedoch unzulänglich. Die Kapitalflüsse müssen in einem weiteren Kontext gesehen werden. Dazu unterscheidet man zwischen länderspezifischen Faktoren, die eine Sogwirkung auf die Kapitalflüsse haben, und globalen Faktoren, die Kapitalströme in Richtung Emerging Markets steuern. Zu den Faktoren, die Investitionen anziehen, zählen u.a. Liberalisierung und Stabilität der Finanzierungs- und Handelstätigkeit, eine gesunde und förderliche makroökonomische Politik, konkurrenzfähige Unternehmen und attraktive Wirtschaftsstandorte. Risikoappetit internationaler Investoren und die Geldpolitik der reifen Volkswirtschaften zählen zu den Faktoren, die Kapitalströme weg von industrialisierten, hin zu aufstrebenden Volkswirtschaften lenken.

Als weitere Perspektive ist die Zeitachse einzubeziehen. Es sind v.a. die kurzfristigen, zyklischen Faktoren, die für heftige Bewegungen in den Kapitalströmen sorgen und letztendlich Einfluss auf die Volatilität der Kapitalmärkte ausüben. Dagegen sprechen langfristige, strukturelle Veränderungen

und Verbesserungen für eine Stabilisierung. Letzteres sehen wir v.a. in asiatischen und lateinamerikanischen Märkten. Die in den 90er Jahren erlebten Krisen (Asien, Russland, Lateinamerika) waren mit starken Kapitalströmen verbunden, da sich Investoren v.a. durch kurzfristiges, zyklisches Wachstum angezogen fühlten. Die Qualität des jüngst erlebten Wachstums aufstrebender Volkswirtschaften ist nicht mehr mit der Vergangenheit zu vergleichen. Unkontrollierte und hohe Inflationsraten sowie nicht tragbare Verschuldungsgrade gehören in den wichtigsten Emerging Markets der Vergangenheit an. Die Produktivität der meisten Länder ist auf hohem Niveau und sorgt für gute und solide Wachstumsaussichten. Unterstützt durch eine weit reifere Wirtschaftspolitik erfreuen sich Staaten wie Unternehmen einer erstarkten Bonität.

Dividenden als langfristige Ertragsquelle

In einem Umfeld bescheidener Wachstumsaussichten der reiferen Märkte

und niedriger Nominalzinsen nimmt die Wichtigkeit der Dividendenerträge weiter zu. Betrachtet man die Aktienmärkte in den vergangenen 10 Jahren, wird deutlich, welchen Beitrag Dividenden zum Gesamtertrag der Aktionäre beisteuern konnten. Noch deutlicher wird die Wichtigkeit bei einer längerfristigen Betrachtung. Aktuell zeigen viele Unternehmen stabile Cashflow-Entwicklungen und beachtliche Barreserven, welche voraussichtlich vermehrt zur Bezahlung von Dividenden verwendet werden. Nach Schätzungen von Moody's Investors Service halten US-amerikanische Unternehmen rund 1'000 Mrd. US\$ Barreserven, während europäische Unternehmen 600 bis 700 Mrd. Euro halten. Bisher hat das Dividendenwachstum europäischer Unternehmen nicht mit deren Gewinnwachstum im Jahr 2010 mithalten können. Die Lücke zwischen Dividendenwachstum und Gewinnwachstum war in den vergangenen 40 Jahren noch nie so gross. Anleger können davon ausgehen, dass diese Lücke geschlossen wird; sie sollten deshalb

Dividendenstrategien als Kernanlage in ihre Portfolios aufnehmen.

Verändertes Anlegerverhalten

Zusammenfassend lässt sich demnach argumentieren, dass der demographische Wandel, kombiniert mit geringen Wachstumsaussichten reifer Volkswirtschaften, das Anlegerverhalten nachhaltig verändert. Anleger werden sich nicht mit Alpha auf tiefem Niveau begnügen können und der absolute Ertrag wird von zentraler Bedeutung sein. Die zwei Beispiele Emerging Markets Debt und dividendenträchtige Aktienpapiere stehen für eine Vielzahl möglicher Antworten auf die sich verändernde Weltordnung der Anleger. Letztendlich bedeutet dies aber auch, dass traditionelle Betrachtungsweisen und Risikobeurteilungen überdacht werden müssen. Gerade betreffend Budget-Allokation müssen klare Positionen bezogen werden, um genügend Risiko-Budget für ertragsträchtige Anlagestrategien bereitzustellen.

alfonso.papa@ingim.com
www.ingim.com



Hundeleid zum Schleuderpreis: Stoppt die Welpendealer!

- ★ Geboren in Massenzuchtanlagen
- ★ Der Mutter viel zu früh entrissen
- ★ Krank, verstört und sozial verkümmert
- ★ Zu Tiefstpreisen angeboten

75% Rabatt

Mehr Menschlichkeit für Tiere

Bitte helfen Sie, Welpendealer zu stoppen.
Auch eine kleine Spende zählt: **0900 300 010** (Fr. 10.-/Anruf ab Festnetz)
(Steuerabzugsmöglichkeit im Rahmen der gesetzlichen Bestimmungen. Wir unterstehen der Eidgenössischen Stiftungsaufsicht)
VIER PFOTEN – Stiftung für Tierschutz, Enzianweg 4, 8048 Zürich
www.vier-pfoten.ch, Spendenkonto: PC 87-237898-1

Inserat gesponsort von PRIVATE