

Die Entwicklung der Marktstruktur

Long-Term Capital Market Assumptions: Über den Umgang mit Illiquiditätsrisiken an öffentlichen und privaten Märkten

Mai 2019

ZUSAMMENFASSUNG

- In den letzten 50 Jahren hat sich die Rolle und Struktur der öffentlichen und privaten Kapitalmärkte langsam, aber tiefgreifend verändert.
- An beiden Märkten gibt es Liquiditätsrisiken, die es insbesondere in der aktuellen Spätphase des Zyklus bei der Portfoliokonstruktion zu beachten gilt.
- Das Verständnis der verschiedenen Formen von Illiquidität ist für Anleger von grundlegender Bedeutung.

ÖFFENTLICHE UND PRIVATE MÄRKTE IM WANDEL

Seit den 1960er Jahren haben sich die Rollen der öffentlichen und privaten Kapitalmärkte stark verändert: Die öffentlichen Aktienmärkte waren zunächst primäre Quelle der Wachstumsfinanzierung von Unternehmen. Der langfristige Rückgang der Zinsen hat dazu beigetragen, sie zu einer ertragbringenden Kapitalanlage für renditehungrige Investoren und einer Akquisitionswährung für Unternehmen zu transformieren. Wir gehen davon aus, dass über 80 % der Aktienmarkerträge in den Industrieländern in den nächsten zehn Jahren aus Dividenden und Rückkäufen bestehen werden. In den letzten 25 Jahren war dies noch weniger als die Hälfte.

Dieses Profil spiegelt die zunehmende Bedeutung von Erträgen für Anleger wider, impliziert jedoch auch, dass öffentliche Aktienmärkte weniger stark in Wachstum und neuen Unternehmungen engagiert sind. So stellen sie heute zunehmend statt Wachstums- Betriebskapital bereit und werden zu einem Mechanismus für die Ausschüttung liquider Mittel und das Bilanzmanagement.

AUTOREN



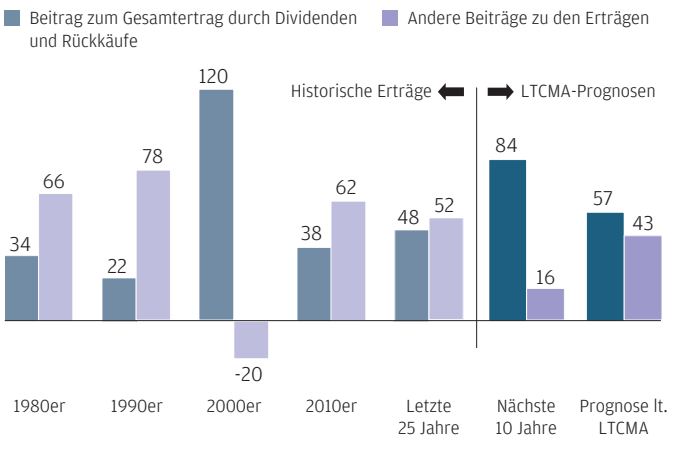
Patrick Schoewitz,
Globaler Stratege,
Multi-Asset Solutions



Nandini Srivastava,
Quantitative Analyst,
Multi-Asset Solutions

Über 80 % der Aktienmarkterträge in den Industrieländern könnten in den nächsten zehn Jahren aus Dividenden und Rückkäufen bestehen – in den letzten 25 Jahren war es nicht einmal die Hälfte.

ABBILDUNG 1: BISHERIGER UND ZUKÜNFTIGER ANTEIL VON CASHFLOWS (DIVIDENDEN + RÜCKKÄUFE) UND KAPITALZUWACHS (%) AN DER EIGENKAPITALRENDITE



Quelle: Bloomberg, Citigroup, FactSet; Stand der Daten: 31. Dezember 2017. Die LTCMA-Prognose setzt Erträge zu ausgeglichenen Rückkauf- und Bewertungs-niveaus voraus, im Gegensatz zu den anfänglichen Werten.

Gleichzeitig haben die privaten Märkte, die traditionell ein unverzichtbarer Geldgeber für neue Unternehmungen waren, ihre Größe und Reichweite ausgebaut. Die privaten Märkte dienen nun als Kapitalquelle für viele Bereiche, die historisch von den Aktienmärkten finanziert wurden. Es lässt sich aber nicht nur eine Zunahme im Volumen, sondern auch ein verbesserter Zugang beobachten. Dies erschließt auch für Anleger interessante neue Märkte im Segment des Wachstums- und Venture-Capitals.

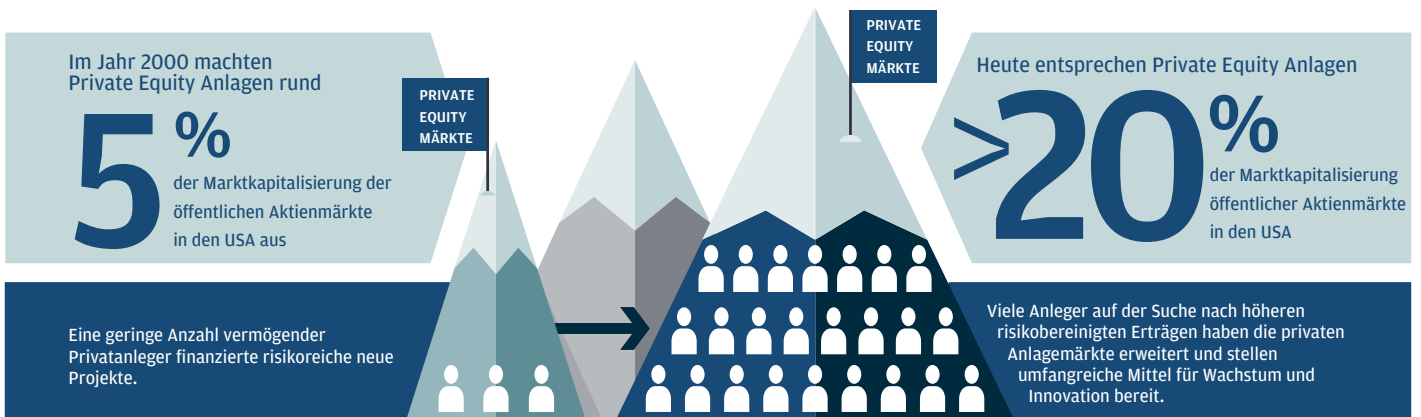
WAS BEDEUTEN DIESE STRUKTURELLEN ÄNDERUNGEN FÜR INVESTOREN?

Das Verständnis der verschiedenen Formen von Illiquidität an den privaten und öffentlichen Märkten ist für Anleger von grundlegender Bedeutung. An den privaten Märkten ist die Illiquidität Teil des Geschäftsmodells und sollte im Laufe eines Zyklus angemessen kompensiert werden. An den öffentlichen Märkten hat Illiquidität dagegen vor allem eine zyklische Komponente.

Es mag trivial erscheinen, aber das Verständnis der zyklischen Natur von Liquiditätsrisiken an öffentlichen Märkten ist unabdingbar, um ein Multi-Asset-Portfolio in der Spätphase des Zyklus zu verwalten. Denn Anleger neigen dazu, sich allzu stark auf klassische Kennzahlen wie Erträge und Volatilität zu konzentrieren. Es gilt aber, als dritten Aspekt der Portfoliokonstruktion die Liquidität stärker zu berücksichtigen.

Wer in Private Equity investiert, nimmt quasi per Definition Liquiditätsrisiken in Kauf, in der Annahme, dass diese durch höhere Erträge kompensiert werden. Das ist im Wesentlichen korrekt, aber eine vollständige Kompensation ist nur bei Managern gewährleistet, die langfristig über dem Marktdurchschnitt liegen. Im Private-Equity-Bereich etwa hat der durchschnittliche Manager in den letzten Jahren keine bedeutende Prämie gegenüber den öffentlichen Märkten erzielt.

IN DEN LETZTEN 50 JAHREN HABEN SICH ROLLE UND STRUKTUR ÖFFENTLICHER UND PRIVATER KAPITALMÄRKTE LANGSAM, ABER TIEFGREIFEND VERÄNDERT.



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Preqin, Stand der Daten: 31. Dezember 2017.

HERAUSFORDERUNGEN FÜR UNTERSCHIEDLICHE ANLEGERTYPEN

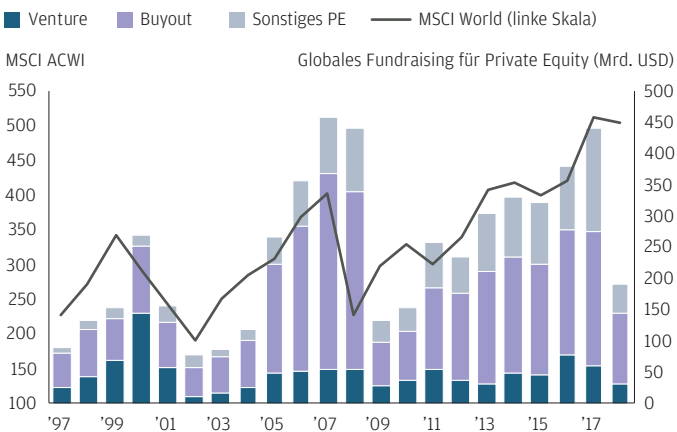
Die Fähigkeit, ein Liquiditätsrisiko einzugehen, ist bei den einzelnen Anlegertypen sehr unterschiedlich ausgeprägt. Investoren, die eventuell von Rücknahmen oder Kapitalabflüssen betroffen sind (beispielsweise Fondsmanager), können unkompensierte Liquiditätsrisiken weniger gut verkraften als Anleger mit einem langfristigen Kapitalpool (beispielsweise Staatsfonds).

Während einer Marktkrise, wenn die Anleger ihr Engagement an den öffentlichen Kapitalmärkten üblicherweise reduzieren, sind die Risiken für die Liquidität generell hoch und können kumuliert zu einem ernsthaften Problem werden. Anleger mit Allokationen sowohl in privaten als auch in öffentlichen Anlagemärkten können Liquiditätsanforderungen ausgesetzt sein, die sich am besten über die an öffentlichen Märkten gehandelten Anlagen des Portfolios abdecken lassen.

Einerseits schichten Anleger in solchen Phasen gern aus Risikoassets in ein größeres Liquiditätspolster um. Andererseits gibt es bei privaten Anlagen Kapitalabrufe, die in der Regel durch den Verkauf öffentlicher gehandelter Anlagen finanziert werden. Gerade in fortgeschrittenen Konjunkturzyklen erfordert eine unkompensierte Illiquidität am öffentlichen Markt für Investoren in öffentliche und private Vermögenswerte dann einen dringenden Handlungsbedarf.

Erhöhte Liquiditätsanforderungen an die Investoren korrelieren mit Phasen einer breiten Marktschwäche.

ABBILDUNG 2: VERHÄLTNISS ZWISCHEN PRIVATE-EQUITY-FUNDRAISING UND DEN AKTIENMÄRKTEN



Quelle: Bloomberg, Thomson One Fundraising für globales Private Equity und Venture Capital; Stand der Daten: 30. Juni 2018.

Während größere und stärker diversifiziert investierende Investoren eher dazu neigen, Liquiditätsrisiken am privaten Markt einzugehen, wird es mit zunehmendem Volumen immer schwieriger, unerwartete Phasen der Illiquidität am öffentlichen Markt aufzufangen. Im Gegensatz zu vielen anderen Aspekten im Anlage- und Finanzwesen gibt es im Umgang mit der Illiquidität an den öffentlichen Märkten also keine Größenvorteile. Vielmehr bestehen Größennachteile, die nur durch die proaktive Steuerung der Liquiditätsrisiken öffentlich gehandelter Vermögenswerte im Portfolio vermindert werden können, um so die stabilere und höhere Prämie für das Liquiditätsrisiko am privaten Markt abschöpfen zu können.

Der Anlagehorizont kann dabei ein entscheidender Faktor sein. Ein Portfolio lässt sich effizienter verwalten, wenn der Verkauf von Vermögenswerten vermieden werden kann, deren Verluste die aufgelaufenen Erträge übersteigen. Anleger mit einem langen Anlagehorizont, die in Phasen von Marktstress weniger Liquiditätsanforderungen ausgesetzt sind, können Illiquiditätsrisiken privater Vermögenswerte besser überstehen und Episoden nicht vergüteter Illiquiditätsrisiken an öffentlichen Märkten besser meistern. Wer in diesen Phasen angespannter Märkte und verminderter Liquidität die Verzerrungen der öffentlichen Märkte versteht, könnte von diesen sogar profitieren.

So ist es für eine umsichtige Planung und Verwaltung eines Portfolios unumgänglich, die Mittelanforderungen des Portfolios über einen gesamten Zyklus hinweg zu verstehen. Und das Verständnis dafür, dass die Prämie für Illiquiditätsrisiken an öffentlichen Märkten eine zyklische Komponente aufweist, stellt eine wichtige Voraussetzung für die optimale Steuerung eines Multi-Asset-Portfolios über einen Zyklus hinweg dar.

WEITERE INFORMATIONEN

Für weitere Informationen kontaktieren Sie bitte Ihren Ansprechpartner bei J.P. Morgan Asset Management.

Mehr zu den Long Term Capital Market Assuptions finden Sie unter www.jpmorganassetmanagement.de/lcma

WICHTIGE HINWEISE

Die Dokumente im Rahmen unserer Long-term Capital Market Assuptions bieten umfassende Informationen und Kommentare zu den globalen Märkten auf produktneutraler Basis. Sie analysieren die Auswirkungen der aktuellen Wirtschaftsdaten und veränderten Marktbedingungen, um Kunden einen besseren Einblick in die Märkte zu vermitteln und fundierte Anlageentscheidungen zu fördern. Für die Zwecke von MiFID II sind die Dokumente im Rahmen der „Long-term Capital Market Assuptions“ eine Marketingkommunikation und fallen nicht unter MiFID II / MiFIR Anforderungen, die in Zusammenhang mit Research stehen. Darüber hinaus wurden diese als nicht unabhängiges Research nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Anforderungen erstellt, die zur Förderung der Unabhängigkeit von Research dienen. Sie unterliegen auch keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Research.

Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen stellen weder eine Beratung noch eine Empfehlung für den Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar, noch sichert J.P. Morgan Asset Management oder eine seiner Tochtergesellschaften zu, sich an einer der in diesem Dokument erwähnten Transaktionen zu beteiligen. Sämtliche Prognosen, Zahlen, Einschätzungen oder Anlagetechniken und -strategien dienen nur Informationszwecken, basierend auf bestimmten Annahmen und aktuellen Marktbedingungen, und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Alle in diesem Dokument gegebenen Informationen werden zum Zeitpunkt der Erstellung als korrekt erachtet. Jede Gewährleistung für ihre Richtigkeit und jede Haftung für Fehler oder Auslassungen wird jedoch abgelehnt. Zur Bewertung der Anlageaussichten bestimmter in diesem Dokument erwähnter Wertpapiere oder Produkte sollten Sie sich nicht auf dieses Dokument stützen. Darüber hinaus sollten Investoren eine unabhängige Beurteilung der rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, Kredit- und Buchhaltungsfragen anstellen und zusammen mit ihren professionellen Beratern bestimmen, ob eines der in diesem Dokument genannten Wertpapiere oder Produkte für ihre persönlichen Zwecke geeignet ist. Investoren sollten sicherstellen, dass sie vor einer Investition alle verfügbaren relevanten Informationen erhalten. Der Wert, Preis und die Rendite von Anlagen können Schwankungen unterliegen, die u. a. auf den jeweiligen Marktbedingungen und Steuerabkommen beruhen, und die Anleger erhalten das investierte Kapital unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Sowohl die historische Wertentwicklung als auch die historische Rendite sind unter Umständen kein verlässlicher Indikator für die aktuelle und zukünftige Wertentwicklung.

J.P. Morgan Asset Management ist der Markenname für das Vermögensverwaltungsgeschäft von JPMorgan Chase & Co. und seiner verbundenen Unternehmen weltweit.

Hinweis für Empfänger in der Region EMEA: Telefonanrufe bei J.P. Morgan Asset Management können aus rechtlichen Gründen sowie zu Schulungs- und Sicherheitszwecken aufgezeichnet werden. Zudem werden Informationen und Daten aus der Korrespondenz mit Ihnen in Übereinstimmung mit der EMEA-Datenschutzrichtlinie von J.P. Morgan Asset Management erfasst, gespeichert und verarbeitet. Die EMEA-Datenschutzrichtlinie finden Sie auf folgender Website: <http://www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy>.

Herausgeber in Deutschland: JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Frankfurt Branch, Taunustor 1, D-60310 Frankfurt.

Herausgeber in Österreich: JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Austrian Branch, Führichgasse 8, A-1010 Wien.

Copyright 2019 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

LV-JPM51658 | 05/19 | 0903c02a825c25d3